

Documento de Investigación
DI nº 686
Marzo, 2007

VALORACION DE MARCAS E INTANGIBLES

Pablo Fernández

IESE Business School – Universidad de Navarra
Avda. Pearson, 21 – 08034 Barcelona, España. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43
Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km 5,180) – 28023 Madrid, España. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

El CIIF, Centro Internacional de Investigación Financiera, es un centro de carácter interdisciplinar con vocación internacional orientado a la investigación y docencia en finanzas. Nació a principios de 1992 como consecuencia de las inquietudes en investigación financiera de un grupo interdisciplinar de profesores del IESE, y se ha constituido como un núcleo de trabajo dentro de las actividades del IESE Business School.

Tras más de diez años de funcionamiento, nuestros principales objetivos siguen siendo los siguientes:

- Buscar respuestas a las cuestiones que se plantean los empresarios y directivos de empresas financieras y los responsables financieros de todo tipo de empresas en el desempeño de sus funciones.
- Desarrollar nuevas herramientas para la dirección financiera.
- Profundizar en el estudio de los cambios que se producen en el mercado y de sus efectos en la vertiente financiera de la actividad empresarial.

Todas estas actividades se proyectan y desarrollan gracias al apoyo de nuestras empresas patrono, que además de representar un soporte económico fundamental, contribuyen a la definición de los proyectos de investigación, lo que garantiza su enfoque práctico.

Dichas empresas, a las que volvemos a reiterar nuestro agradecimiento, son: Aena, A.T. Kearney, Caja Madrid, Fundación Ramón Areces, Grupo Endesa, Royal Bank of Scotland y Unión Fenosa.

http://www.iese.edu/ciif/

VALORACION DE MARCAS E INTANGIBLES

Pablo Fernández*

Resumen

En los últimos años han proliferado consultoras, libros y documentos de investigación proponiendo distintos y, a veces, sorprendentes métodos para determinar el valor de las marcas. El primer y mayor problema con el que nos encontramos al valorar una marca es el definir qué es la marca y el acotar qué margen, qué volumen de ventas, qué gastos y qué inversiones son atribuibles a la marca.

Se revisan varias valoraciones de marcas y se concluye que son muy poco fiables (muchísimo menos que las valoraciones de empresas) debido a la dificultad de definir qué flujos se deben a la marca y cuáles no. Sin embargo, sí es útil la identificación, la evaluación y la jerarquización de los *brand value drivers*, que constituyen una herramienta gerencial para crear valor y permiten lograr marcas fuertes y con estabilidad en el tiempo.

Algunas veces se valoran las marcas para transferirlas a una sociedad instrumental situada en un Estado con menor tasa impositiva. Obviamente, en estos casos el interés de la empresa es argumentar el mayor valor posible de la marca para ahorrar más impuestos.

* Profesor de Dirección Financiera, Cátedra PricewaterhouseCoopers de Finanzas Corporativas, IESE

Clasificación JEL: G12, G31, M21

Palabras clave: valoración de marcas, *brand value*, *brand equity*, aumento del valor para los accionistas y creación de valor.

VALORACION DE MARCAS E INTANGIBLES[1]

A todos nos gustaría poder valorar con cierta precisión las marcas. Pero el primer y mayor problema con el que nos encontramos al valorar una marca es el definir qué es la marca y el acotar qué margen, qué volumen de ventas, qué gastos y qué inversiones son atribuibles a la marca. Este documento es una actualización de Fernández (2001). A propósito de este documento, Damodaran (2006, pág. 421) menciona que: *«Fernández (2001) reviewed several brand name valuation approaches and concluded that they all had shortcomings. While one of the models critiqued in his paper is from the 1st edition of this book, we agree with his general point. Valuing brand name is easiest to do for companies that have single product lines and no other competitive advantages and becomes progressively more difficult for other cases. Attaching a value to brand name may make accountants feel better about their measurements of asset value, but it often provides little information to investors».*

El 10 de enero de 2006, *Actualidad Económica* publicó una lista con la valoración de marcas y de "cartera de marcas" de las principales empresas españolas, según la consultora Interbrand. El 19 de diciembre de 2003, el diario *Expansión* publicó un ranking análogo, aunque entonces utilizó el término "identidad corporativa" en lugar de "cartera de marcas". La Tabla 1 contiene las valoraciones proporcionadas por ambos informes.

Tabla 1

Valor de la marca y de la "*cartera de marcas*" o "*identidad corporativa*" de las principales empresas españolas en 2005 y 2003 (millones de euros), según Interbrand

Cartera de marcas	**2005**	**2003**
Telefónica	16.398	12.569
Santander	8.032	5.179
BBVA	5.385	4.705
Banco Popular	2.260	2.160
Repsol YPF	887	789
Mahou-San Miguel	871	
Ebro Puleva	606	

Marcas	**2005**	**2003**
Zara	3.391	3.008
El Corte Inglés	1.727	1.692
"la Caixa"	1.157	1.040
Mango	521	
Caja Madrid	489	448
Iberdrola	484	470
El País	436	397

Marcas	**2005**	**2003**
Iberia	416	437
Real Madrid	292	
Prosegur	286	
Mapfre	280	268
Leche Pascual	215	209
Fortuna	202	211

En 2003, la marca San Miguel se valoró en 223 millones.

Fuentes: *Actualidad Económica* (10 de enero de 2006) y *Expansión* (19 de diciembre de 2003).

---

[1] Este trabajo es un resumen de un proyecto de investigación y consultoría sobre creación de valor a través de las marcas que estamos desarrollando profesores de dirección financiera y de dirección comercial en el CIIF del IESE.

La Tabla 2 muestra que la consultora Interbrand valoraba en 2006 la marca Coca-Cola en 67 millardos de dólares, y la marca Microsoft en 56,9. La Tabla 3 muestra que entre 1999 y 2006, el mayor aumento en el valor de la marca lo experimentó Louis Vuitton (332%), y el mayor descenso, Kodak (-70%) [entre 1999 y 2003, el mayor aumento lo experimentó Amazon (150%), y el mayor descenso, Ericsson (-79%)]. La Tabla 4 muestra que la relación entre el valor de la marca y el valor de la empresa (capitalización bursátil más deuda financiera) oscilaba en 2006 entre el 2% para Johnson & Johnson, Shell y BP, y el 83% para Gucci. Para Coca-Cola fue del 65%, y para Amazon, un 29%. La Tabla 5 muestra la relación entre el valor de la marca y el valor de la empresa por encima de su valor contable. Sorprende que en varias empresas esta relación sea superior a 1. Esto indica que, según Interbrand, la mayor parte del flujo para los accionistas y del *free cash flow* de las empresas se deben a la marca. Dicho de otro modo, el que esta relación sea superior a 1 significa que las acciones sin la marca valdrían (según Interbrand) menos que su valor contable. Esto es extraño (y a mi juicio erróneo), por dos razones principales:

a) En 2006, la ratio promedio (valor de mercado/valor contable de las acciones) de las acciones del S&P 500 fue 4,2, y sólo una empresa tuvo una ratio inferior a 1.

b) Las personas son más importantes que las cosas. La marca es una cosa. Son mucho más importantes las personas y el talento de los directivos que las marcas.

La primera pregunta que surge es: ¿son fiables estas valoraciones? La segunda pregunta es: ¿sirve para algo valorar las marcas?

Tabla 2

Valor de las treinta marcas más valiosas en 2006 según Interbrand (millardos de dólares)[2]

	Empresa	**2006**	**2003**	**1999**
1	Coca-Cola	67,0	70,5	83,8
2	Microsoft	56,9	65,2	56,7
3	IBM	56,2	51,8	43,8
4	General Electric	48,9	42,3	33,5
5	Intel	32,3	31,1	30,0
6	Nokia	30,1	29,4	20,7
7	Toyota	27,9	20,8	12,3
8	Disney	27,8	28,0	32,3
9	McDonald´s	27,5	24,7	26,2
10	Mercedes	21,8	21,4	17,8

	Empresa	**2006**	**2003**	**1999**
11	Citibank	21,5	18,6	9,1
12	Marlboro	21,4	22,2	21,0
13	Hewlett-Packard	20,4	19,9	17,1
14	Amex	19,6	16,8	12,6
15	BMW	19,6	15,1	11,3
16	Gillette	19,6	16,0	15,9
17	Louis Vuitton	17,6	6,7	4,1
18	Cisco	17,5	15,8	
19	Honda	17,0	15,6	11,1
20	Samsung	16,2	10,9	

	Empresa	**2006**	**2003**	**1999**
21	Merrill Lynch	13,0	10,5	
22	Pepsi-Cola	12,7	11,8	5,9
23	Nescafé	12,5	12,3	17,6
24	Google	12,4		
25	Dell	12,3	10,4	9,0
26	Sony	11,7	13,2	14,2
27	Budweiser	11,7	11,9	8,5
28	HSBC	11,6	7,6	
29	Oracle	11,5	11,3	
30	Ford	11,1	17,1	33,2

AT&T figuraba en 1999 con un valor de marca de 24.200 millones de dólares (y 25.500 en 2000), pero no figura en 2003.

Aparecieron en el listado de 2000, pero no en el de 2003: Procter and Gamble (48.400 millones), Unilever (37.100), Diageo (14.600), Compac (14.600), Colgate-Palmolive (13.600) y AOL (4.500), respectivamente, todas en dólares.

Fuente: Rankings de Interbrand, publicados en *Business Week* en 1999, 2003 y 2006.

---

[2] En el Anexo 1 se presentan agrupados los listados de las cien marcas más valiosas según Interbrand en 1999, 2000, 2002, 2003 y 2006.

Tabla 3

Aumento del valor de las marcas más valiosas entre 1999 y 2006, y entre 2000 y 2006, según Interbrand

Mayores aumentos del valor de la marca (2006-1999)						Mayores disminuciones y menores aumentos del valor de la marca (2006-1999)					
1	Louis Vuitton	**332%**	9	Rolex	75%	1	Kodak	**-70%**	9	Disney	-14%
2	Amazon.com	**246%**	10	BMW	74%	2	Ford	**-67%**	10	Volkswagen	-9%
3	Yahoo!	**244%**	11	Chanel	64%	3	Heinz	-47%	11	Microsoft	0%
4	Ikea	**153%**	12	Colgate	58%	4	Xerox	-47%	12	Marlboro	1%
5	Citibank	135%	13	Amex	56%	5	Nescafé	-29%	13	McDonald´s	5%
6	Toyota	127%	14	Honda	54%	6	Coca-Cola	-20%	14	Kleenex	5%
7	Pepsi-Cola	114%	15	General Electric	46%	7	Gap	-19%	15	Intel	8%
8	Apple	113%	16	Nokia	46%	8	Sony	-18%	16	Moet&Chandon	16%

Sólo 46 de las cien marcas más valiosas en 2006 figuraron entre las cien más valiosas de 1999.

Mayores aumentos del valor de la marca (2006-2000)						Mayores disminuciones del valor de la marca (2006-2000)					
1	Samsung	**211%**	9	Ikea	46%	1	Nestlé	**-88%**	9	Volkswagen	-23%
2	Louis Vuitton	**155%**	10	Apple	38%	2	Ford	**-70%**	10	Nokia	-22%
3	Starbucks	**138%**	11	Gucci	38%	3	Kodak	**-63%**	11	Reuters	-19%
4	Pepsi-Cola	92%	12	Nike	36%	4	Heinz	**-47%**	12	Microsoft	-19%
5	Armani	86%	13	BP	29%	5	Duracell	-39%	13	Disney	-17%
6	SAP	64%	14	Dell	29%	6	Xerox	-39%	14	Intel	-17%
7	BMW	51%	15	General Electric	28%	7	Gap	-31%	15	Cisco	-13%
8	Toyota	48%	16	Colgate	28%	8	Sony	-29%	16	Nescafé	-9%

Sólo 58 de las cien marcas más valiosas en 2006 figuraron entre las cien más valiosas de 2000.

Fuente: Rankings de Interbrand, publicados en *Business Week* en 1999, 2000 y 2006.

Tabla 4

Valor de la marca (VM) según Interbrand, en 2006, como porcentaje del valor de la empresa: la capitalización bursátil (CAP) más el valor de la deuda (D)

	VM/(CAP+D) 2006	VM/(CAP+D) 2003		VM/(CAP+D) 2006	VM/(CAP+D) 2003		VM/(CAP+D) 2006	VM/(CAP+D) 2003
Gucci	83%	43%	Gap	39%	49%	Honda	20%	30%
Burberry	73%		Accenture	39%	80%	Microsoft	20%	25%
Coca-Cola	65%	67%	Novartis	38%		Dell	18%	15%
Nike	63%	87%	IBM	37%	33%	Apple	17%	103%
Audi	58%	0%	Heinz	36%	47%	Colgate	17%	14%
BMW	57%	32%	Gillette	34%	45%	Canon	17%	23%
McDonald´s	54%	88%	Nokia	33%	44%	Kraft	15%	14%
Harley-Davidson	49%	52%	Adidas	33%	69%	Google	15%	
Porsche	47%		Avon	32%	32%	Philips	15%	22%
Duracell	43%	41%	Volkswagen	29%	10%	Oracle	15%	20%
Wrigley´s	41%	49%	Amazon.com	29%	28%	SAP	15%	32%
Disney	41%	58%	Xerox	27%	29%	Danone	14%	24%
Kodak	40%	67%	Intel	26%	29%	Yahoo!	13%	26%
Nintendo	40%	71%	Sony	21%	32%	Pepsi-Cola	13%	17%
Kelloggs	39%	42%	Hewlett-Packard	21%	36%	Cisco	13%	17%

Tabla 5

Valor de la marca (VM) según Interbrand, en 2006, como porcentaje del valor de la empresa menos su valor contable (CAP + D) – (VC +D). VC = Valor contable de las acciones

	VM/(CAP-VC)	
	2006	**2003**
Gucci	**1,72**	**1,01**
BMW	**1,41**	**2,50**
Audi	**1,36**	
Disney	**1,27**	**1,83**
Bulgari	**1,07**	
Nike	**1,06**	**1,30**
Tiffany	**1,06**	**1,26**
McDonald´s	**1,01**	**2,17**
Burberry	**0,97**	
Xerox	**0,86**	**1,23**
Coca-Cola	**0,81**	0,79
Nintendo	**0,78**	**2,10**
Honda	**0,77**	**1,34**
Porsche	**0,74**	
Novartis	**0,72**	

	VM/(CAP-VC)	
	2006	**2003**
Harley-Davidson	0,68	0,71
Adidas	0,68	**1,38**
Kodak	0,65	**1,66**
Ford	0,62	**2,10**
Philips	0,62	0,26
Sony	0,60	**1,32**
Gap	0,60	0,78
Heinz	0,58	0,81
Kelloggs	0,58	0,69
IBM	0,57	0,46
Wrigley´s	0,56	0,57
Hermes	0,52	0,87
Duracell	0,51	0,49
Reuters	0,48	1,53
Accenture	0,44	16,96

	VM/(CAP-VC)	
	2006	**2003**
Nokia	0,40	0,58
Avon	0,38	0,35
Intel	0,38	0,36
Hewlett-Packard	0,37	0,95
Gillette	0,35	0,53
JPMorgan	0,35	0,48
Merrill Lynch	0,34	0,74
Amazon.com	0,32	0,32
Morgan Stanley	0,30	0,46
Canon	0,27	0,41
Toyota	0,26	0,81
Microsoft	0,24	0,34
Apple	0,21	2,76
Oracle	0,21	0,22
Colgate	0,20	0,17

El 16 de febrero de 2001, el diario *Expansión* publicó una lista con la valoración de las marcas de los principales equipos de fútbol y de las escuderías de Fórmula Uno. La valoración estaba realizada por la consultora FutureBrand. Según ellos, la marca Real Madrid valía 155 millones de dólares, y la marca F.C. Barcelona, 85.

Manchester United	259	Juventus	102	Arsenal	82	Ferrari	110
Real Madrid	155	Liverpool	85	Inter de Milán	76	McLaren Mercedes	106
Bayern Munich	150	F.C. Barcelona	85	Rangers	53	Williams BMW	79

En los últimos años, sobre todo a partir de la publicación del libro "Managing Brand Equity: Capitalizing on the Value of a Brand Name", de David Aaker (2001), han proliferado consultoras y documentos de investigación proponiendo métodos para determinar el valor de las marcas.

El empeño merece la pena, ya que en el entorno competitivo actual la marca es considerada por muchos como el activo comercial e institucional más importante de muchos sectores empresariales. El conocer cómo se logran marcas fuertes y estables en el tiempo es algo que tiene un gran interés. Para ello es indispensable identificar los *value drivers* de cada marca, esto es, los parámetros fundamentales para crear, gestionar y medir el valor de una marca.

Sin embargo, consideramos que la determinación exacta del concepto marca, y por tanto de su valor, está muy lejos de haber sido lograda.

Houlihan Advisors dice en su página web que «una marca en el mercado es como una marca en un mercado ganadero. El propósito es diferenciar tu vaca de las otras vacas, aunque todas las vacas se parecen mucho».

El objetivo de este documento es mostrar las limitaciones de varios de los métodos propuestos para valorar marcas y capital intelectual, y establecer, dentro de los límites que impone la propia realidad de la marca, pautas para crear valor examinando las marcas y el capital intelectual.

Como veremos, el primer escollo con el que nos encontramos es definir de modo preciso qué es la marca. Esto significa concretar qué parte de los flujos generados por la empresa son debidos a la marca, o lo que es equivalente, qué flujos generaría la empresa si no tuviera la marca que queremos valorar[3].

Por otro lado, existe mucha confusión con el valor de las marcas. En el año 2000, un diario nacional publicó que según un prestigioso profesor de marketing, «el valor de la marca puede llegar hasta el triple de la capitalización bursátil». Obviamente, esto es un error de concepto.

Otra línea de investigación ha sido la valoración del denominado "capital intelectual", que abordamos en el Apartado 12.

A continuación adjuntamos el ranking elaborado por Millward Brown[4] y publicado el 3 de abril de 2006, y lo comparamos con el ranking de Interbrand. En primer lugar, sorprende que dos de las marcas del ranking de Millward Brown (China Mobile y Wal-Mart) no figuran entre las cien de Interbrand. También sorprende la diferencia entre ambas valoraciones de las marcas.

Tabla 6

Diez marcas más valiosas en 2006, según Millward Brown y según Interbrand (millardos de dólares)

	Diez marcas más valiosas 2006	Millward Brown*	frente a Interbrand	Diez marcas más valiosas 2006	Interbrand
1	Microsoft	62,0	9%	Coca-Cola	67,0
2	General Electric	55,8	14%	Microsoft	56,9
3	Coca-Cola	41,4	-38%	IBM	56,2
4	China Mobile	39,2	n.d.	General Electric	48,9
5	Marlboro	38,5	80%	Intel	32,3
6	Wal-Mart	37,6	n.d.	Nokia	30,1
7	Google	37,4	203%	Toyota	27,9
8	IBM	36,1	-36%	Disney	27,8
9	Citibank	31,0	45%	McDonald´s	27,5
10	Toyota	30,2	8%	Mercedes	21,8

*Fuente: Millward Brown Optimor (con datos de BRANDZ™, Euromonitor International, y Bloomberg).

---

[3] Existen muchas definiciones del concepto marca, pero no son operativas para valorarlas. Por ejemplo, Aaker (1991) define la marca como «un conjunto de activos y pasivos ligados a una marca, su nombre y su símbolo, que añaden o restan valor al valor aportado por un producto o servicio a una empresa y/o a sus clientes». Según Leuthesser (1995), la marca es «el valor (para los clientes) adicional de un producto respecto del que tendría otro producto idéntico sin la marca». Según el Marketing Science Institute (1998), la marca es «la ventaja competitiva fuerte, sostenible y diferenciada respecto a los competidores que se traduce en un mayor volumen o un mayor margen de la empresa respecto a la situación que tendría sin la marca. Este volumen o margen diferencial se debe al comportamiento de los consumidores, del canal de distribución y de las propias empresas».

[4] Se autodefinen como *«the company's specialist financial and ROI arm, the BRANDZ™ Top 100 Most Powerful Brands study utilised BRANDZ™ data that provides brand equity measures for more than 30,000 brands».* Acerca del ranking, dicen que *«is unique because it is the first to combine consumer research with public financial data to measure the contributions brands make to the bottom line. Additionally, it is the only ranking to quantify consumer sentiment about a brand's momentum and future prospects, and the first to focus on "market facing" brands as opposed to corporate brands».*

1. Métodos utilizados para valorar marcas

Diversos autores y empresas consultoras proponen distintos métodos de valoración de la marca. Los distintos métodos consideran que el valor de la marca es:

1. El valor de la empresa (valor de las acciones más valor de la deuda financiera).

2. La diferencia entre el valor de mercado y el valor contable de las acciones de la empresa (*market value added*).

3. La diferencia entre el valor de mercado y el valor contable ajustado de las acciones (también denominado neto patrimonial ajustado). A esta cantidad se le denomina contablemente *goodwill.* En el Apartado 2 se muestra el ejemplo de una empresa que utiliza este método.

4. La diferencia entre el valor de mercado y el valor contable de las acciones de la empresa menos la capacidad de gestión del equipo directivo (capital intelectual).

5. El valor de reposición de la marca:

    5.1. Valor actual de la inversión histórica en marketing y promociones[5].

    5.2. Estimación de la inversión publicitaria necesaria para conseguir el reconocimiento actual.

6. La diferencia entre el valor de la empresa con marca y el de otra empresa análoga que vendiera productos sin marca (genéricos o marcas blancas). Para cuantificar esta diferencia, diversos autores y empresas consultoras proponen distintos métodos:

    6.1. Valor actual del sobreprecio (respecto a una marca blanca) que pagan los clientes por esa marca.

    6.2. Valor actual del volumen extra (respecto a una marca blanca) debido a la marca.

    6.3. La suma de los dos valores anteriores.

    6.4. La suma anterior menos todos los gastos e inversiones diferenciales debidos a la marca. Este método es, conceptualmente, el más correcto. Sin embargo, es muy difícil definir con fiabilidad los parámetros diferenciales entre el producto con marca y el producto sin marca: precio, volumen, costes del producto, gastos de estructura, inversiones, acciones comerciales y publicitarias... diferenciales.

    6.5. La diferencia entre las ratios (capitalización/ventas) de la empresa con marca y de la empresa sin marca multiplicada por las ventas de la empresa. Este método se recoge en el Apartado 3 y es utilizado por Damodaran para valorar las marcas Kellogg y Coca-Cola, como veremos en el Apartado 4. En el Apartado 5 mostramos varios problemas o errores que contienen estas valoraciones.

---

[5] Este método es inconsistente, porque hay marcas, como Rolls-Royce, donde el coste de marketing es insignificante y el valor de la marca es sustancial. Este método es utilizado frecuentemente por Cadbury-Schweppes.

6.6. Beneficio diferencial (entre la empresa con marca y la empresa sin marca) por un múltiplo. Veremos más adelante que éste es el método utilizado por la consultora Interbrand.

7. El valor actual del *free cash flow* de la empresa menos los activos utilizados por la rentabilidad exigida. Este método es utilizado por la empresa Houlihan Valuation Advisors y se expone en el Apartado 9.

8. Las opciones de vender a mayor precio y/o mayor volumen y las opciones de crecer a través de nuevos canales de distribución, nuevos países, nuevos productos, nuevos formatos... debidas a la existencia de la marca.

2. Valoración de la marca "para quién" y "para qué"

En el proceso de valoración de una marca cobra especial relevancia el "para quién" se determina ese valor, pues no es lo mismo el valor de la marca para la empresa propietaria que para una empresa con una marca competidora, o para otra empresa del sector con marca no directamente competidora, etc.

De igual forma, es de vital importancia concretar el "para qué" se quiere determinar el valor de una marca, si es para su venta o bien para cobrar una serie de royalties, o como un elemento de ayuda en la gestión de la propia marca, o para activar su valor en el balance y poder amortizarlo después.

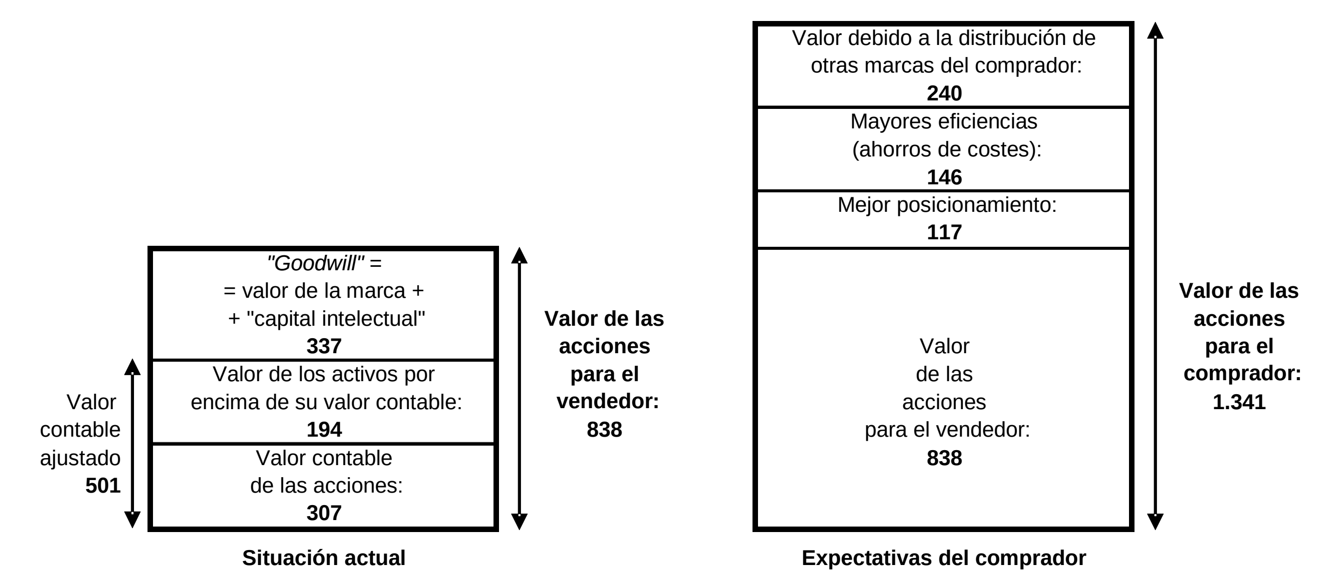
Un ejemplo ayuda a entender la importancia de esta diferencia. La Figura 1 muestra dos valoraciones de las acciones de una empresa de productos de consumo: la realizada por el vendedor (situación actual) y la realizada por el comprador (expectativas del comprador). El equipo directivo vendedor cifraba el valor de las acciones de la empresa (suponiendo que siguiera al frente de la misma) en 838 millones de euros. El equipo directivo de la empresa compradora (teniendo en cuenta sus expectativas) valoró las acciones de la empresa en 1.341 millones de euros. La diferencia (1.341 – 838 = 503) se debía al mejor posicionamiento de la marca actual (117 millones); ahorros en costes de ventas, distribución, estructura y fabricación (146 millones), y valor de la distribución de otras marcas del comprador a través de los canales de la empresa (240 millones).

El equipo directivo vendedor sostenía que el valor de la marca (incluyendo el capital intelectual) bajo su gestión era de 337 millones. Pero es obvio que el valor de la marca (y el valor de esta empresa) dependía de "para quién". También es obvio que el de "para quién" va ligado al "para qué": el equipo directivo comprador utilizaría los activos de la empresa y la marca de modo distinto al equipo directivo vendedor. También es obvio que el valor de las acciones y de la marca sería distinto para otro posible comprador.

Este ejemplo también permite apreciar la dificultad de separar lo que es marca y lo que es capital intelectual. ¿Se le ocurre al lector cómo separar, por un procedimiento sensato, los 337 millones entre valor de la marca y capital intelectual?

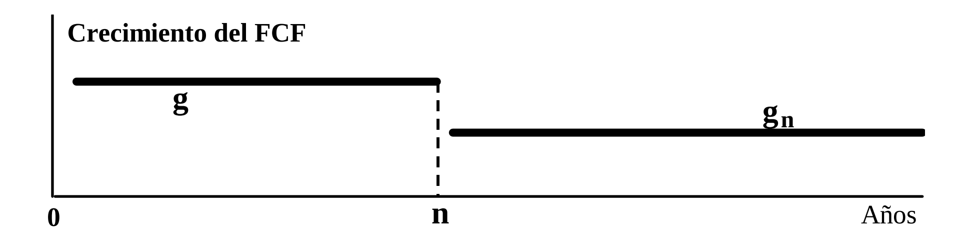
Finalmente, las acciones se vendieron por 1.050 millones de euros.

Figura 1. Dos valoraciones de las acciones de una empresa de productos de consumo



3. Valoración de la marca a partir de la diferencia en las ratios capitalización sobre ventas

Se supone que el FCF crece a la tasa g hasta el año n; y que a partir del año n+1 crece a la tasa g_n. Por tanto, el FCF del año n es: $FCF_n = FCF_1 (1+g)^{n-1}$, y el FCF del año n+1 es: $FCF_{n+1} = FCF_1 (1+g)^{n-1} (1+ g_n)$



El precio de la empresa (E+D) hoy es:

(1) $$(E+D)_0 = \frac{FCF_1}{WACC - g}\left[1-\left(\frac{1+g}{1+WACC}\right)^n\right] + \frac{FCF_1 (1+g)^{n-1}(1+g_n)}{(WACC - g_n)(1+WACC)^n}$$

Esta expresión se reduce a:

(2) $$(E+D)_0 = \frac{FCF_0 (1+g)}{WACC - g}\left[1-\left(\frac{1+g}{1+WACC}\right)^{n-1}\left(\frac{g - g_n}{WACC - g_n}\right)\right]$$

El FCF (*free cash flow*) es:

(3) FCF = NOPAT – ΔActivos fijos - ΔNOF = NOPAT – ΔAF - ΔNOF

Dividiendo (3) entre las ventas (V) se obtiene:

$$\frac{FCF}{V} = \frac{NOPAT}{V} - \frac{\Delta AF}{V} - \frac{\Delta NOF}{V}$$

Como[6] $\frac{\Delta AF}{V} + \frac{\Delta NOF}{V} = \frac{\Delta AF + \Delta NOF}{\Delta V}\frac{\Delta V}{V} = \frac{AF + NOF}{V} g$ resulta:

(4) $\frac{FCF}{V} = \frac{NOPAT}{V} - \frac{AF + NOF}{V} g$

Dividiendo la expresión (2) entre las ventas (V) y teniendo en cuenta (4) resulta:

(5) $\frac{E + D}{V} = \left(\frac{NOPAT}{V} - \frac{AF + NOF}{V} g\right)\frac{(1 + g)}{WACC - g}\left[1 - \left(\frac{1 + g}{1 + WACC}\right)^{n-1}\left(\frac{g - g_n}{WACC - g_n}\right)\right]$

Podemos considerar una ratio valor de la empresa sobre ventas para una empresa con marca y otra ratio valor de la empresa sobre ventas para una empresa sin marca, esto es, con marcas blancas o productos genéricos. Entonces, el valor de la marca es:

(6) Valor de la marca = $\left[\left(\frac{E + D}{V}\right)_{marca} - \left(\frac{E + D}{V}\right)_{genérico}\right] ventas$

Si en lugar de valorar la empresa valoramos sólo las acciones, la fórmula (1) se transforma en: (7)

(7) $E_0 = \frac{CFac_1}{Ke - g}\left[1 - \left(\frac{1 + g}{1 + Ke}\right)^n\right] + \frac{CFac_1 (1 + g)^{n-1} (1 + g_n)}{(Ke - g_n)(1 + Ke)^n}$

El *cash flow* para los accionistas es igual al beneficio multiplicado por el *payout ratio* (p en los primeros años y pn en los siguientes). Dividiendo la expresión (7) entre las ventas, resulta:

(8) $\frac{E}{V} = \frac{BFO}{V}\frac{(1 + g)p}{Ke - g}\left[1 - \left(\frac{1 + g}{1 + Ke}\right)^n\right] + \frac{BFO}{V}\frac{p_n (1 + g)^n (1 + g_n)}{(Ke - g_n)(1 + Ke)^n}$

Análogamente, podemos considerar una ratio capitalización (E) sobre ventas para una empresa con marca y otro ratio capitalización (E) sobre ventas para una empresa sin marca, esto es, con marcas blancas o productos genéricos. Entonces, el valor de la marca es:

(9) Valor de la marca = $\left[\left(\frac{E}{V}\right)_{marca} - \left(\frac{E}{V}\right)_{genérico}\right] ventas$

4. Valoraciones de las marcas Kellogg y Coca-Cola realizadas por Damodaran

Damodaran hace dos aplicaciones del método descrito en el apartado anterior para valorar las marcas Kellogg y Coca-Cola[7]. Utiliza las fórmulas (5) y (6) para valorar Kellogg, y las fórmulas (8) y (9) para valorar Coca-Cola. La Tabla 7 contiene ambas valoraciones. En la valoración de Kellogg, Damodaran calcula el crecimiento g multiplicando el ROA por el coeficiente de retención de beneficios que es (1 – *payout*). En la valoración de Coca-Cola, calcula el crecimiento g multiplicando el ROE por el coeficiente de retención de beneficios, que es (1 – *payout*), y el ROE es la ratio beneficios sobre ventas multiplicada por la ratio ventas sobre

---

[6] Suponiendo que la ratio (AF+NOF)/V permanece constante.

[7] La valoración de Kellogg figura en las páginas 346-348 de Damodaran (1996), "Investment Valuation". La valoración de Coca-Cola se presenta en las páginas 256-257 de Damodaran (1994), "Damodaran on Valuation".

fondos propios (V/Evc). Nótese que en el caso de Kellogg supone que el crecimiento de activos fijos y necesidades operativas de fondos (NOF) es cero. En otra valoración posterior, realizada en 1998, cifró el valor de la marca[8] Coca-Cola en 102.642 millones de dólares.

Tabla 7

Valoraciones de las marcas Kellogg y Coca-Cola, según Damodaran, en millones de dólares

Valor de la marca Kellogg, 1995			
	Kellogg	**Genérico**	**Diferencia**
NOPAT / V	14,08%	6,72%	7,36%
(AF+NOF) / V	0,00%	0,00%	0,00%
ROA	*32,60%*	*15,00%*	*17,60%*
p (payout)	*44,00%*	*44,00%*	*0,00%*
g	18,26%	8,40%	9,86%
n (años)	5	5	0
Ke	*13,00%*	*13,00%*	*0,00%*
E/(D+E)	*92,16%*	*92,16%*	*0,00%*
WACC	12,41%	12,41%	0,00%
gn	5,00%	5,00%	0,00%
(E+D) / V	**3,39**	**1,10**	**2,29**
Ventas 1994			6.562
Valor de la marca			**15.027**
Valor de la empresa			22.270
Valor de la marca / valor empresa			67,5%

Valor de la marca Coca-Cola, 1993			
	Coca-Cola	**Genérico**	**Diferencia**
BFO / V	14,40%	12,00%	2,40%
V/Evc	3,364	1,366	2,00
ROE	*48,44%*	*16,39%*	*32,05%*
p (*payout*)	39,00%	39,00%	0,00%
g	29,55%	10,00%	19,55%
n (años)	5	5	0
Ke	13,33%	13,33%	0,00%
pn	65%	65%	0%
gn	6,00%	6,00%	0,00%
E / V	**3,07**	**1,19**	**1,88**
Ventas 1992			13.074
Valor de la marca			**24.579**
Valor de las acciones			40.156
Valor de la marca / valor acciones			61,2%

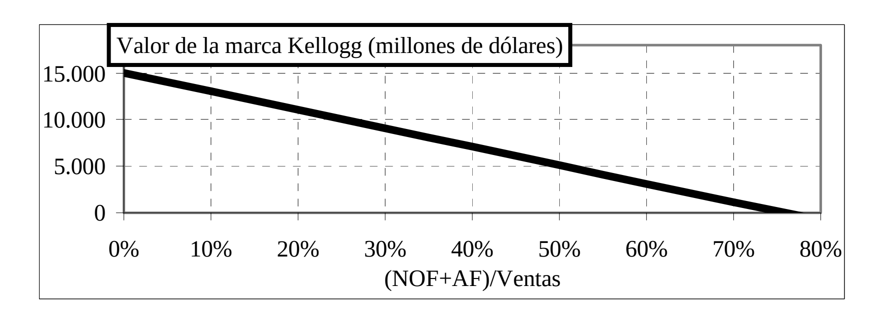
Coca-Cola, 1998		
Coca-Cola	**Genérico**	**Diferencia**
18,56%	7,50%	11,06%
1,67	1,67	0,00
31,00%	*12,53%*	*18,47%*
35,00%	35,00%	0,00%
20,15%	8,14%	12,01%
10	10	0
12,13%	12,13%	0,00%
80,65%	52,10%	28,55%
6,00%	6,00%	0,00%
6,13	**0,69**	**5,44**
Ventas 1997		18.868
Valor de la marca		**102.642**
Valor de las acciones		115.697
Marca / Acciones		88,7%

5. Análisis de las valoraciones de Damodaran

1. En la valoración de Kellogg, considera que (NOF+AF)/V es cero. Sin embargo, en los últimos años, la ratio (NOF+AF)/V de Kellogg ha estado alrededor del 50%. Utilizando esta ratio, el valor de la marca resulta 5.118 millones de dólares. La Figura 2 muestra la sensibilidad del valor de la marca (según la metodología de Damodaran) a la ratio (NOF+AF)/V.

Figura 2

Sensibilidad del valor de la marca Kellogg a la ratio (NOF+AF)/Ventas



[8] Véase www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/eqnotes/brand.pdf.

2. Dificultad para estimar los parámetros que caracterizan una marca genérica o marca blanca. La Tabla 8 muestra la sensibilidad del valor de la marca (según la metodología de Damodaran) a dos de las especificaciones del producto genérico: a la ratio NOPAT/V y al crecimiento. Nótese que aumentando el crecimiento y la ratio NOPAT/V del genérico, el valor de la marca disminuye notablemente.

Tabla 8

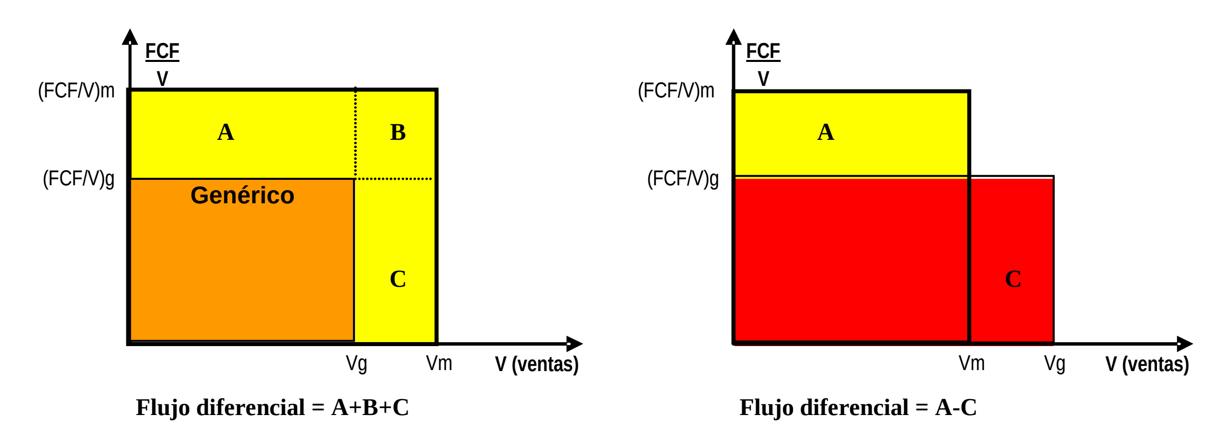
Sensibilidad del valor de la marca Kellogg a la ratio NOPAT/Ventas y al crecimiento del genérico

	Crecimiento del genérico							
NOPAT/V	**6%**	**8%**	**8,4%**	**10%**	**12%**	**14%**	**16%**	**18%**
5%	17.389	16.996	16.864	16.536	16.077	15.552	14.961	14.436
6,72%	15.749	15.158	**15.027**	14.568	13.911	13.255	12.468	11.680
8%	14.502	13.846	13.649	13.124	12.337	11.484	10.630	9.712
10%	12.533	11.680	11.549	10.827	9.843	8.859	7.743	6.562
12%	10.630	9.581	9.384	8.531	7.349	6.168	4.856	3.412
14%	8.662	7.481	7.284	6.234	4.922	3.478	1.969	328
16%	6.693	5.381	5.118	3.937	2.428	787	-919	-2.756
18%	4.790	3.281	2.953	1.706	0	-1.837	-3.806	-5.906
20%	2.822	1.181	853	-525	-2.428	-4.528	-6.693	-8.990

3. Supone que las ventas actuales de la empresa con marca genérica son idénticas a las de la empresa con marca. La Figura 3 muestra esquemáticamente dos situaciones. La de la izquierda muestra una empresa con marca y con mayor flujo y mayor volumen que la empresa con producto genérico (ejemplos de esta situación serían Kellogg, Coca-Cola, Pepsi-Cola, Marlboro...). La de la derecha muestra una empresa con marca y con mayor flujo, pero menor volumen que la empresa con producto genérico (ejemplos de esta situación serían Mercedes, Rolex, Moet&Chandon...). Además, hay otra tercera situación: una empresa con marca y con menor flujo, pero mayor volumen que la empresa con producto genérico (ejemplos de esta situación serían Amazon, Ikea, Bic, WalMart...). Sin embargo, Damodaran supone en sus valoraciones que las ventas de partida de Coca-Cola y de las empresas con producto genérico son idénticas.

Figura 3

Flujos diferenciales de la empresa con marca (m) respecto a la empresa con producto genérico (g)



Para tener en cuenta los distintos volúmenes, la fórmula (9) debería ser sustituida por la (10)

(10) Valor de la marca = $\left(\frac{E}{V}\right)_{marca} \text{Ventas}_{marca} - \left(\frac{E}{V}\right)_{genérico} \text{Ventas}_{genérico}$

4. Las hipótesis sobre la evolución futura de la empresa con marca y de la empresa con producto genérico son pocas y muy rígidas. La Figura 4 muestra las ventas y los flujos previstos en el modelo de Damodaran para las marcas Kellogg y Coca-Cola. La Figura 5 muestra la diferencia entre las previsiones y la realidad posterior. Es evidente que las hipótesis sobre el crecimiento de las marcas fueron muy optimistas. En el período 1992-2000, el crecimiento medio de las ventas de Coca-Cola fue del 5,71%, y el del beneficio fue del 3,45%, mientras que el crecimiento previsto para ambos parámetros era del 20,16%. En el caso de Kellogg, en el período 1994-2000, el crecimiento medio de las ventas fue del 0,97%, y el del beneficio fue del -3%, mientras que el crecimiento previsto para ambos parámetros era del 15,94%. Nótese que en ambos casos, los crecimientos de ventas y beneficios fueron inferiores a los previstos para los genéricos en la Tabla 5. Esto explica la evolución de las cotizaciones de Kellogg y Coca-Cola que se presentan en la Figura 6. En la Figura 7 se puede observar que a partir de 1998 la evolución de Pepsico fue sustancialmente mejor que la de Coca-Cola. La Tabla 9 muestra la capitalización bursátil y la rentabilidad para los accionistas de Coca-Cola, Kellogg y Pepsico desde 1989 hasta 2006

Figura 4

Ventas y flujos previstos en la valoración de Damodaran (millones de dólares)

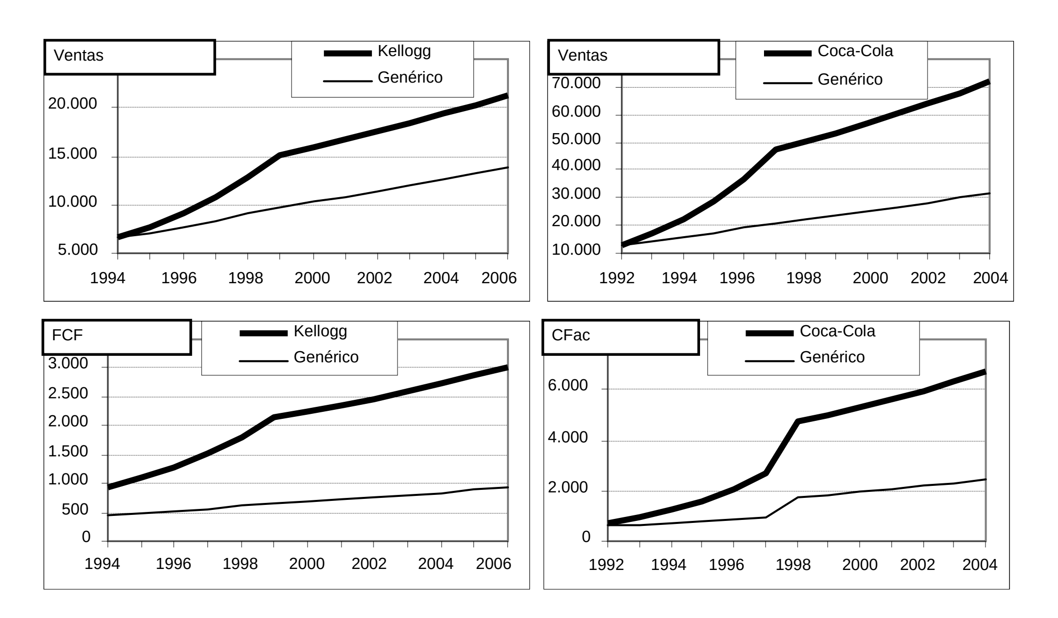


Figura 5

Ventas y beneficios reales y previstos en las valoraciones de Damodaran (millones de dólares)

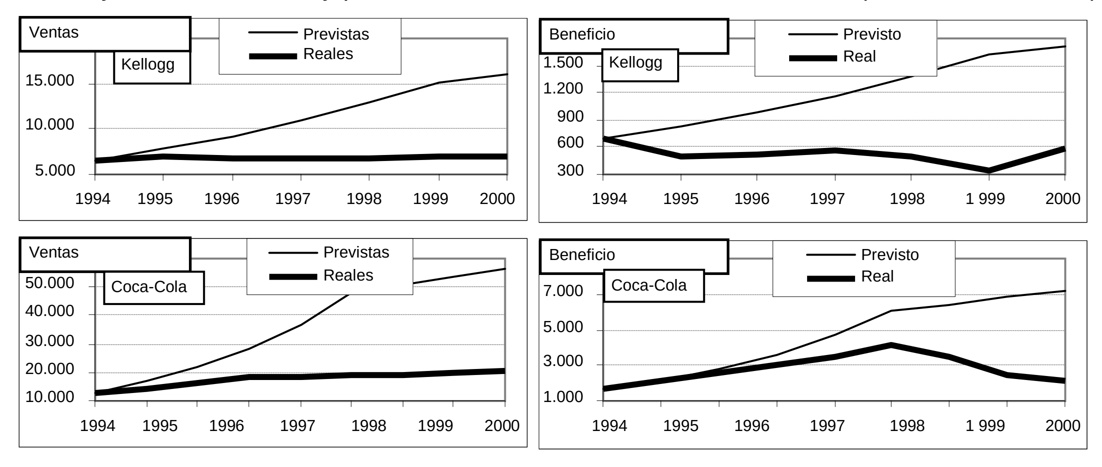


Figura 6

Evolución de la rentabilidad para los accionistas de Kellogg (K) y Coca-Cola (KO) desde enero de 1995

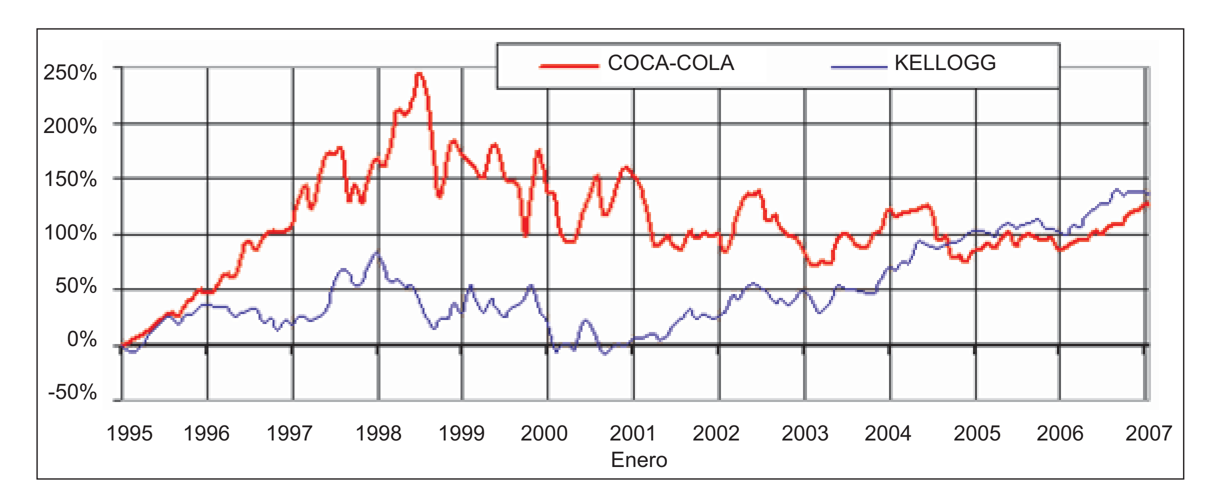


Figura 7

Evolución de la rentabilidad para los accionistas de Pepsico (PEP) y Coca-Cola (KO) desde enero de 1998

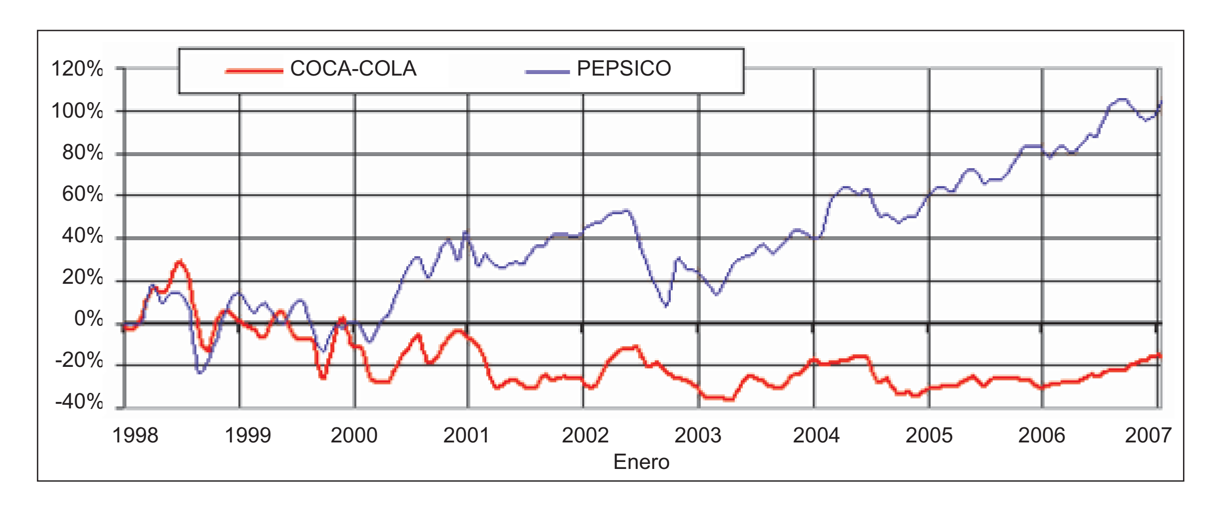


Tabla 9

Evolución de Coca-Cola, Kellogg y Pepsico

	Capitalización (miles de millones de dólares)																	
	1989	**1990**	**1991**	**1992**	**1993**	**1994**	**1995**	**1996**	**1997**	**1998**	**1999**	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**
Coca-Cola	26	31	53	55	58	66	93	131	165	165	144	151	117	109	124	101	96	113
Kellogg	8	9	16	16	13	13	17	14	20	14	12	11	12	14	16	18	18	20
PepsiCo	17	20	27	33	33	29	44	45	55	60	51	72	85	75	80	88	98	103
Coca/Pepsi	1,57	1,52	2,00	1,66	1,78	2,31	2,12	2,88	3,00	2,75	2,80	2,14	1,38	1,45	1,55	1,15	0,98	1,10

	Porcentaje rentabilidad para los accionistas																	
Coca-Cola	77	23	75	6	8	17	46	43	28	1	-12	6	-21	-6	18	-16	-1	23
Kellogg	8	16	76	4	-13	5	36	-13	55	-29	-7	-11	19	17	15	20	-1	19
PepsiCo	65	24	32	24	0	-10	57	6	37	14	-12	43	-1	-12	12	14	15	8
Coca-Pepsi	12	-1	43	-18	8	27	-11	37	-9	-13	0	-37	-20	6	6	-30	-16	15

Nótese que Damodaran (2006, pág. 421) menciona que: «*Fernandez (2001) reviewed several brand name valuation approaches and concluded that they all had shortcomings. While one of the models critiqued in his paper is from the 1st edition of this book, we agree with his general point. Valuing brand name is easiest to do for companies that have single product lines and no other competitive advantages and becomes progressively more difficult for other cases. Attaching a value to brand name may make accountants feel better about their measurements of asset value, but it often provides little information to investors*». Sin embargo, unas páginas antes presenta las valoraciones de la marca Coca-Cola que se presentan en la Tabla 10. Son valoraciones muy similares a las de su primera edición (que hemos visto antes). Compara Coca-Cola con Cott, una empresa canadiense que fabrica marcas blancas de refrescos. La Tabla 10 presenta unas deficiencias similares a las de la Tabla 7.

Tabla 10

Valoraciones de la marca Coca Cola según Damodaran, 2006, en millones de dólares

	Valor de Coca-Cola con el margen de:		**Valor de Coca-Cola con el ROA de:**	
	Coca-Cola	**Cott**	**Coca-Cola**	**Cott**
Tasa de impuestos T	40%	40%	40%	40%
Ventas	21.962	*21.962*		
D + Evc			16.406	16.406
Período de gran crecimiento				
Duración (n años)	10	10	10	10
Tasa de reinversión (TR)	50%	50%	50%	50%
Margen = EBIT (1-T) / Ventas	15,57%	5,28%		
Ventas / (D+Evc)	1,34	1,34		
ROA = EBIT (1-T) / (D+Evc)	20,84%	7,06%	20,84%	11,20%
Crecimiento	10,42%	3,53%	10,42%	5,60%
WACC	7,65%	7,65%	7,65%	7,65%
Período de crecimiento estable				
Crecimiento	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
EBIT (1-T) / (D+Evc)	7,65%	7,65%	7,65%	7,65%
Tasa de reinversión	52,28%	52,28%	52,28%	52,28%
WACC	7,65%	7,65%	7,65%	7,65%
EBIT (1-T) / Ventas	15,57%	15,57%	15,57%	15,57%
D+E	**79.611**	**15.371**	**79.611**	**28.883**
Valor de la marca	**64.240**		**50.728**	
FCF = Ventas x Margen (1 – TR)			FCF = (D+Evc) x ROA (1 – TR)	

Datos de las dos empresas		
	Coca-Cola	**Cott**
E	98.160	949
Deuda	*7.178*	345
Caja	*6.707*	27
D neta	471	318
E+D	98.631	1.267
Ventas	21.962	1.646
EBITDA	7.760	186
Evc+D	16.406	775
(E+D)/Ventas	4,49	0,77
(E+D)/EBITDA	12,71	6,81
(E+D)/(Evc+D)	6,01	1,63

Fuente: Damodaran (2006, págs. 416, 417 y 420).

6. Método de valoración de Interbrand[9]

En la Tabla 2 vimos un resumen del ranking publicado por Interbrand en 2006 de las cien marcas más valiosas (el ranking completo se presenta en el Anexo 1). Interbrand valora la marca multiplicando el beneficio diferencial de la marca por un múltiplo. Este múltiplo se determina cuantificando los factores que, según Interbrand, determinan la fortaleza de la marca. La Tabla 11 incluye un ejemplo en el que se detallan los pasos que sigue el método de Interbrand para calcular el beneficio diferencial de la marca.

[9] Interbrand es una empresa multinacional especializada en marcas, en lo que se refiere a creación, estrategia, investigación, diseño, derecho y valoración de marcas. www.interbrand.com

Suele partir de una media ponderada[10] del beneficio histórico antes de intereses e impuestos (EBIT) de los últimos tres años diferencial (restando el EBIT correspondiente a un producto genérico, sin marca o marca blanca[11]) y eliminando el EBIT de las actividades que no sean resultado de la identidad de la marca. Cuando la media ponderada de los EBIT históricos es superior a la previsión del EBIT de la marca para los años futuros, se realiza una provisión para reflejar esta reducción. Para llegar al beneficio diferencial de la marca, se deduce la remuneración de los recursos y los impuestos.

En el diario *Expansión* de 19 de diciembre de 2003 (pág. 20) se puede leer: «A partir del estudio exhaustivo de los informes anuales de las empresas, Interbrand intenta aislar el porcentaje de ingresos que la empresa tiene exclusivamente gracias al poder de su marca. Para ello, intenta separar qué porcentaje de ingresos procede de los activos materiales de la empresa y qué porcentaje se debe a los activos intangibles, entre los que está la marca. En este punto es en el que entran los análisis de mercados, sondeos y encuestas publicadas».

Tabla 11

Un ejemplo de determinación del beneficio diferencial de la marca según Interbrand (millones de dólares)

	Año -2	Año -1	Año 0	Previsión año +1
Beneficio antes de intereses e impuestos (EBIT)	820	920	824	900
- EBIT de la marca blanca	300	320	340	360
EBIT diferencial de la marca	520	600	484	540
Factor compensador de la inflación	1,10	1,05	1,00	
Valor actual del EBIT diferencial de la marca	572	630	484	
Factor de ponderación	1	2	3	

EBIT diferencial ponderado de la marca	547
Provisión por reducción futura del EBIT	-
Remuneración de los recursos	-162
Beneficio diferencial de la marca antes de impuestos	385
Impuestos	135
Beneficio diferencial de la marca	**250**

Para calcular el múltiplo que se debe aplicar al beneficio diferencial de la marca, Interbrand calcula la "fortaleza de la marca", que es una ponderación de siete factores, que son:

1. *Liderazgo*. Una marca líder es más estable y tiene más valor que otra marca con una cuota de mercado menor, porque el liderazgo proporciona influencia en el mercado, poder para establecer precios, dominio en la distribución, mayor resistencia a los competidores, etc.

2. *Estabilidad*. Obtienen altas puntuaciones en este factor las marcas establecidas hace tiempo, que cuentan con la lealtad de los consumidores.

[10] En muchos casos se aplica una ponderación simple de tres veces para el año actual, dos para el año anterior y una para el anterior a éste. También se ajustan los EBIT históricos por la inflación.

[11] Para cuantificar el EBIT relativo al producto sin marca, Interbrand recomienda tener en cuenta que:
- Un producto sin marca generalmente no tiene ni el volumen ni la estabilidad de la demanda de un producto con marca.
- La marca proporciona economías de escala gracias al mayor volumen de producción y a la estabilidad de la demanda.
- Un producto con marca se puede vender a un precio superior al de un producto equivalente sin marca.

3. *Mercado*. Una marca en un mercado estable y creciente con elevadas barreras de entrada, puntuará muy alto.

4. *Internacionalidad*. Marcas que operan en mercados internacionales tienen más valor que marcas nacionales o regionales. Por otra parte, todas las marcas no son capaces de atravesar las barreras culturales y nacionales.

5. *Trayectoria de la marca*. La tendencia de una marca a mantenerse actualizada y relevante para el consumidor incrementa su valor.

6. *Apoyo*. Marcas que han recibido inversiones y apoyo deben considerarse más valiosas que aquellas que no lo han recibido. Se tiene en cuenta la cantidad gastada y la calidad de este apoyo.

7. *Protección legal*. La robustez y amplitud de la protección de la marca ("monopolio legal") es un factor crítico en su valoración.

La Tabla 12 muestra un ejemplo que ilustra cómo se puntúan cuatro marcas pertenecientes a mercados distintos[12].

Tabla 12

Ejemplos de cálculo de la fortaleza de la marca según Interbrand

Marca A. Marca internacional en el sector de artículos de baño fundada hace muchos años. La marca fue y es la número uno o la número dos, en función de los países.

Marca B. Marca nacional líder en el sector de la alimentación. Opera en un mercado tradicional y estable, pero en el que los gustos están cambiando desde los productos tradicionales hacia otros de comida preparada o fácil preparación. La marca tiene limitada sus ventas para la exportación, y la protección legal se basa en el derecho legal común más que en fuertes derechos del registro.

Marca C. Marca nacional de bebidas secundaria pero con buenas posibilidades de crecimiento, lanzada hace cinco años. El mercado es muy dinámico y creciente. La marca ha sido fuertemente apoyada, pero todavía es pronto para que esta actuación tenga resultados visibles. La marca no tiene casi problemas de registro en su país de origen. La marca está siendo desarrollada para alcanzar un posicionamiento internacional.

Marca D. Marca regional minoritaria, pero estable, que opera en un mercado fragmentado aunque también estable.

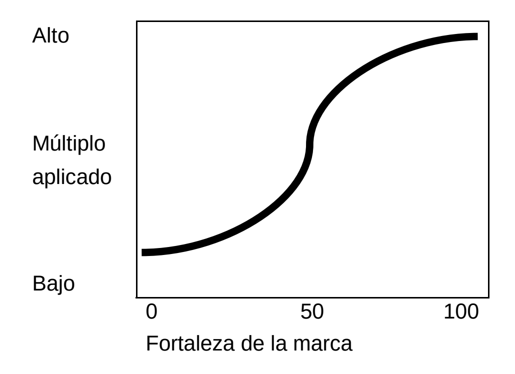
Factores de fortaleza	**Puntuación máxima**	**Marca A**	**Marca B**	**Marca C**	**Marca D**
Liderazgo	25	19	19	10	7
Estabilidad	15	12	9	7	11
Mercado	10	7	6	8	6
Internacionalidad	25	18	5	2	0
Tendencia	10	7	5	7	6
Apoyo	10	8	7	8	5
Protección	5	5	3	4	3
Fortaleza de la marca	**100**	**76**	**54**	**46**	**38**

[12] Para puntuar cada factor de fortaleza se requiere un meticuloso estudio de la marca, de su posicionamiento en los mercados en los que opera, de las actividades realizadas en el pasado, de los planes futuros, de los riesgos de la marca, etc. Se examinan el empaquetado y los anuncios de televisión y prensa, además de realizar visitas de inspección a los mayoristas y minoristas.

Como muestra la Figura 8, la fortaleza de la marca se traduce en un múltiplo según una curva con forma de S. La magnitud máxima del múltiplo se fija, principalmente, a partir del PER del mercado[13]. El múltiplo máximo varía de un sector a otro y también varía a lo largo del tiempo. En el ejemplo de la Figura 8, el múltiplo máximo es 20. En los cuatro casos suponemos que el beneficio diferencial de la marca es 250 millones de dólares.

Figura 8

Valoración de las cuatro marcas según Interbrand



	Marca A	Marca B	Marca C	Marca D
Fortaleza de la marca	76	54	46	38
Múltiplo	17,1	11,3	8,8	6,3
Beneficio diferencial de la marca	250	250	250	250
Valor de la marca (millones de dólares)	4.275	2.825	2.200	1.575

7. Comentario al método de Interbrand

La cuantificación del beneficio diferencial de la marca (fundamentalmente por la estimación del EBIT de la marca blanca), de la fortaleza de la marca y del múltiplo, son muy subjetivas. Por otro lado, marcas como Coca-Cola o Pepsi-Cola no son igualmente fuertes en todos los mercados ni en todos los productos (¿conoce usted el nombre de la tónica de Coca-Cola?). Pepsi, por ejemplo, tiene cuotas de mercado que van desde el 1% hasta el 100%, dependiendo de los países. Incluso en España, la cuota de mercado en Canarias es cercana al 50%, mientras que en la Península no llega al 15%.

La valoración de cualquier marca por este método es muy subjetiva, no sólo por los parámetros utilizados, sino también por la propia metodología.

Sin embargo, el análisis de los factores de fortaleza para cada marca/región geográfica/formato permite realizar comparaciones y puede proporcionar a los directivos pautas para identificar los principales *value drivers* de la marca y de la empresa, aumentar la fortaleza de la marca y, por tanto, su valor.

8. Método de valoración de Financial World

Uno de los rankings de marcas más conocido es el elaborado por Financial World, FW. Para valorar y clasificar las marcas, FW utiliza una versión simplificada del método de Interbrand. Se trata de obtener la diferencia entre los beneficios de una marca y los beneficios que debería producir una versión básica de ese producto sin marca. A esa diferencia la denomina

[13] Interbrand hace una afirmación más que opinable: «El múltiplo más alto en la escala de fortaleza de la marca debería ser claramente mayor que la media del PER del sector en el que la empresa opera».

"beneficios netos relativos a la marca". Por último, FW también aplica un múltiplo calculado en función de la fortaleza de la marca. El resultado es el valor de la marca. Este modelo establece la fortaleza de la marca analizando cinco componentes: liderazgo, estabilidad (lealtad de los consumidores), internacionalidad, continuidad de la importancia de la marca dentro de su sector y seguridad de la propiedad legal de la marca. Las limitaciones de este modelo son idénticas a las del de Interbrand.

Tabla 13

Las marcas más valiosas en 1996 según Financial World (millones de dólares)

	Marca	Valor de la marca
1	Marlboro	44.614
2	Coca-Cola	43.427
3	McDonald's	18.920
4	IBM	18.491
5	Disney	15.358

	Marca	Valor de la marca
6	Kodak	13.267
7	Kellogg's	11.409
8	Budweiser	11.026
9	Nestlé	10.527
10	Intel	10.499

9. Método de Houlihan Valuation Advisors

Según este método, el valor de la marca es el valor actual del *free cash flow* de la empresa menos los activos utilizados por la rentabilidad exigida. Un ejemplo proporcionado por la empresa Houlihan Valuation Advisors[14] (y corregido) se expone en la Tabla 14.

Tabla 14

Valoración de la marca según Houlihan Valuation Advisors (millones de dólares)

Activos utilizados	***Rentabilidad exigida***	**2000**	**2001**	**2002**	**2003**	**2004**	**2005**
Circulante neto (NOF)	**6%**	90,0	91,8	93,6	95,5	97,4	99,4
Inmovilizado	**9%**	225,0	229,5	234,1	238,8	243,5	248,4
Activos intangibles	**14%**	75,0	76,5	78,0	79,6	81,2	82,8
Patentes	**15%**	10,0	10,2	10,4	10,6	10,8	11,0
Tecnología propia	**20%**	15,0	15,3	15,6	15,9	16,2	16,6

Free cash flow de la empresa	44,080	44,887	46,956	49,112	51,361	53,705
- Activos utilizados x rentabilidad exigida	-40,645	-41,458	-42,291	-43,133	-43,995	-44,875
Free cash flow atribuible a la marca	3,435	3,429	4,665	5,979	7,366	8,830
Valor de la marca **50,34**	= Valor actual (*Free cash flow* marca, 16%). Crecimiento tras 2005 = 4%					

Nótese que el *free cash flow* atribuible a la marca se parece ligeramente al EVA. Este método no tiene mucho sentido. Sustituye el flujo atribuible a una empresa con producto genérico por los activos utilizados por la empresa con marca por la rentabilidad exigida a los mismos. ¿Encuentra el lector alguna justificación a esto?

[14] Véase www.houlihan.com/services/brand_article/brand_article.htm. El valor de la marca según este artículo de la consultora es 49,13 millones, en lugar de 50,34, que es el correcto según sus hipótesis. El error de Houlihan está en el cálculo del valor residual: la consultora muestra un valor residual de 73,581 millones, cuando es de 76,524 millones.

10. Otros métodos propuestos por diversas consultoras

La firma de Chicago Market Facts ha desarrollado un curioso método que denomina "modelo de conversión" y que pretende medir la fuerza del compromiso psicológico entre una marca y los consumidores. Según la consultora, la base de este modelo está inspirada en los estudios sobre conversión religiosa. El modelo divide a los usuarios de una marca en cuatro grupos teniendo en cuenta la fuerza de su compromiso: el inamovible, el medio, el superficial y el convertible. También clasifica a los no usuarios, basándose en su disposición para probar la marca, en: asequibles, ambivalentes, débilmente inasequibles y fuertemente inasequibles. Market Facts afirma que la diferencia entre el tamaño del segmento convertible y el asequible es un gran indicador de la salud futura de la marca.

Young & Rubicam utiliza el *brand asset valuator* (BAV), que descompone la vinculación entre la marca y el consumidor en dos ámbitos: vitalidad y talla. A su vez, la vitalidad de la marca puede desagregarse en relevancia y diferenciación; y la talla de la marca, en estima y familiaridad. Según Young & Rubicam, el hecho de que una marca sea diferenciada no significa que los consumidores tengan el deseo de comprarla; es preciso que sea también relevante. Una marca posee estima cuando el consumidor valora su calidad. La familiaridad consiste en que el consumidor conozca la marca. Ambos factores se deben dar juntos para que la marca posea una talla elevada. Este método sólo permite una valoración cualitativa de la marca.

CDB Research & Consulting realizó una encuesta telefónica a 1.191 analistas y gestores de fondos de pensiones para valorar mil empresas según ocho factores: posibilidad de reducir costes, innovación, ausencia de problemas de regulación, propiedad de marca, fidelidad del cliente, capacidad de incrementar las ventas, relaciones con los empleados y potencial de mejora de la productividad. Se les pidió que calificaran las empresas del 1 al 10 para cada uno de los ocho factores mencionados. Con sus puntuaciones se elaboró un índice (*hidden value index)* para cada empresa y un ranking con las 389 empresas de las que obtuvo respuestas suficientes.

En la página web de FutureBrand puede leerse: «La ciencia y el arte de medir. Nuestra metodología de valoración de marcas refleja las mejores prácticas en los aspectos financieros de las marcas y está aprobada por los comités de normas de contabilidad y apoyada por *business schools* de todo el mundo».

11. *Brand value drivers*. Parámetros que influyen en el valor de la marca

La Tabla 15 es una adaptación de la Tabla 1.13 de Fernández (2004) para el valor de la marca. Lógicamente supone que el valor de la marca está incluido dentro del valor de la empresa. La Tabla 15 supone que el valor de la empresa es la suma del valor de una empresa con producto genérico más el valor de la marca. El producto (genérico) aporta una parte del valor de la empresa, y la marca, otra.

La utilidad de la valoración de las marcas es entender cómo éstas crean valor para la empresa y medir esta creación de valor correctamente, de manera que no incurramos en más subjetividades que las necesarias para valorar la empresa. La dificultad principal estriba en medir "diferenciales" (de rentabilidad, de crecimiento de flujos, de riesgo operativo, etc.). En el

caso de una empresa cuya principal actividad es la gestión de un nombre (una marca) que cede a otras empresas (franquicias) a cambio del pago de unos royalties, esta dificultad desaparece porque la única actividad de la empresa es la gestión de la marca. Pero si la empresa además fabrica y comercializa los productos, la dificultad estriba en determinar qué parte de los flujos corresponde a la marca y qué parte al producto genérico.

Tabla 15

Valor de la marca y principales factores que le afectan *(brand value drivers)*

VALOR DE LA MARCA						
Expectativas de flujos diferenciales		**Rentabilidad exigida diferencial**				**Comunicación**
Expectativas de **rentabilidad** diferencial	*Expectativas de* **crecimiento** diferencial	Interés sin riesgo	Prima de riesgo del mercado	Riesgo operativo diferencial	Riesgo financiero diferencial	Calidad ofrecida y percibida

Los principales factores que afectan a las expectativas de rentabilidad diferencial son: período de ventaja competitiva, activos utilizados diferenciales, margen sobre ventas diferencial, esto es, la diferencia entre precios y costes diferenciales, regulación (protección de la marca), lealtad de los consumidores y beneficios emocionales.

Los principales factores que afectan a las expectativas de crecimiento diferencial son: relaciones marca-cliente, barreras de entrada[15], adquisiciones/desinversiones, liderazgo, estructura competitiva del sector, nuevos negocios/productos, desarrollo tecnológico y opciones reales de crecimiento.

Los principales factores que afectan al riesgo operativo diferencial son: legislación, internacionalidad de la marca, marca compradora/comprable, riesgo percibido por el mercado y financiación de la empresa.

Los principales factores que afectan al riesgo financiero diferencial son: liquidez de la marca/empresa, tamaño de la marca y control de riesgos.

12. ¿Para qué sirve valorar las marcas?

Afirmar que la marca Real Madrid vale 155 millones de dólares, o que la marca Coca-Cola vale 70.500 millones de dólares, no sirve para nada. Esto se debe, como ya hemos comentado en apartados anteriores, a las deficiencias de los métodos de valoración utilizados y a la dificultad de definir qué flujos se deben a la marca y cuáles no. Sin embargo, sí que es muy útil el *proceso* de valoración de la marca, que ayuda a la identificación y la evaluación de los *brand value drivers*. Esta evaluación de los *brand value drivers* consiste en la comparación de los mismos con los de otras marcas/empresas, con los *drivers* anteriores de la propia marca y con los objetivos propuestos.

---

[15] Como resalta Aaker, «es mucho más fácil copiar un producto que una organización con valores, personas y programas diferenciados».

El *proceso* de valoración de la marca aumenta la información que sobre la propia marca tiene la empresa y ha de estar desarrollado para servir como una herramienta gerencial para crear valor. Un buen proceso de valoración de la marca es una herramienta que ayuda a mantener una estrategia coherente a lo largo del tiempo y a asignar los recursos de marketing de modo consistente.

Algunas veces se valoran las marcas para transferirlas a una sociedad instrumental situada en un Estado en el que la tasa impositiva es menor. Posteriormente se carga un royalty por la utilización de la marca a la subsidiaria desde el Estado impositivamente más benigno, y de este modo la empresa ahorra impuestos globalmente.

Otras veces, las marcas se transfieren a una sociedad instrumental (*special purpose entity*) para utilizarlas como garantía en operaciones de préstamo. Se transfieren en este caso a una sociedad instrumental para que queden "separadas y protegidas" de su propietario. Mientras estén en esta sociedad, quedan fuera del alcance de su propietario y actúan como garantía del préstamo. Los bancos suelen documentar la operación con una valoración de la marca.

También se realizan valoraciones de marcas para justificar precios de transferencia internos de las empresas, y para determinar qué parte de lo que antiguamente se contabilizaba como fondo de comercio, corresponde a marca, patentes u otros activos intangibles.

En procesos judiciales se realizan valoraciones de marcas para cuantificar el daño que se ha ocasionado a la marca por una de las partes.

Recientemente, Banyan Tree y EasyJet incorporaron una valoración de la marca en su folleto de IPO.

Resumiendo, la valoración de las marcas se utiliza como una justificación ante Hacienda para pagar menos impuestos, como una justificación ante los comités de créditos de los bancos para la obtención de créditos, y como una justificación ante los jueces para cuantificar daños y perjuicios.

13. El valor de la marca como un conjunto de opciones reales

Una marca se puede considerar como un activo que proporciona en el momento actual unos márgenes por unidad superiores a los del producto sin marca, y un volumen diferencial, y que, además, proporciona a la empresa poseedora opciones reales de crecimiento futuro. Estas opciones reales pueden ser de crecimiento geográfico, de crecimiento por utilización de nuevos canales de distribución, de crecimiento por diferenciación adicional, de crecimiento por utilización de nuevos formatos, de crecimiento por posibilidad de acceso a otros segmentos del mercado, de abandono facilitado por la utilización de franquicias...

Para una adecuada gestión de la marca es importante tener presentes las opciones reales que la marca proporciona para tomar decisiones que incrementen (y que no disminuyan) el valor de dichas opciones. Esto sólo puede hacerse con un correcto análisis del largo plazo, porque las decisiones que afectan al valor de las opciones reales han de tomarse antes (en ocasiones varios años antes) del ejercicio de las opciones.

14. Contabilización de las marcas

¿Deberían figurar las marcas en el activo de las empresas? Los defensores de "la activación de las marcas" señalan que las marcas de una empresa son con frecuencia los activos más importantes, incluso más importantes que los ladrillos, el cemento y las máquinas, cuyos valores sí figuran en las contabilidades. «Uno no puede ignorar las marcas o los activos intangibles», insiste Chris Pearce, director financiero de Rentokil, así como presidente del Grupo 100, comité técnico de directores financieros. «Hay cosas que tienen un valor real y son tratadas entre las empresas sobre unas bases relativamente regulares. Las empresas pagan fuertes sumas de dinero por ellas y, por tanto, deberían estar reflejadas en el activo.»

Los oponentes mantienen que es imposible (o al menos muy difícil) asignar valores a las marcas separadamente de las empresas que las crean. Es fácil asignar un valor a una marca que ha sido comprada recientemente (el precio), pero la inclusión de marcas "crecidas en casa" es especialmente arriesgado, porque no hay un método de valoración generalmente aceptado y porque hacer esto desvirtuaría la contabilidad.

Por otro lado, la activación de marcas mejoraría el beneficio de las empresas a cambio de empeorar su *cash flow* (por mayor pago de impuestos), lo que desde un punto de vista financiero no tiene ningún sentido.

Tratamiento contable de las marcas y activos inmateriales en Estados Unidos

Reconocimiento del fondo de comercio: sólo en la compra de negocios, y como la diferencia entre el precio pagado y el valor contable de la empresa adquirida. Amortización del fondo de comercio: sobre su vida útil, no excediendo de 40 años. En caso de deterioro o pérdida de valor, puede ser cancelado. Definición de activos inmateriales: derechos identificables por separado que tienen utilidad y valor. Amortización de los activos inmateriales: sobre su vida útil. En caso de deterioro, pueden ser inmediatamente amortizados.

15. Valoración del capital intelectual

En los últimos años se ha hablado mucho del valor del capital intelectual de las empresas. Sin embargo, la casi totalidad de los trabajos sobre el tema son muy descriptivos y están muy lejos de llegar a una valoración en euros.

Johan Ross y Göram Ross publicaron en abril de 1997 el artículo "A second generation of IC-Practices"[16]. En la primera parte del artículo se describe y analiza la práctica del capital intelectual de "primera generación", la visualización sistemática y la medición de las diferentes formas de capital intelectual. La práctica de capital intelectual de "segunda generación" amplía la "primera generación" al consolidar las medidas en un índice agregado de capital intelectual. Según los autores citados, el *"capital intelectual"*(CI) puede ser descrito como la diferencia entre el valor de mercado y el valor contable de una empresa.

Según Skandia, una gran empresa sueca de seguros y servicios financieros, el CI está compuesto por capital humano y por capital estructural. El *capital humano* representa el conocimiento, la habilidad y la capacidad de los empleados para dar soluciones satisfactorias a los clientes. El *capital estructural* es aquello que permanece cuando los empleados se van a casa: bases de

[16] Basado en el libro de Roos, Roos, Edvinsson y Dragonnetti, "Intellectual Capital; Navigating in the New Business Landscape", Macmillan, 1997.

datos, archivos de clientes, software, manuales, marcas, estructuras organizativas, etc. Este último se divide en tres focos de CI: foco de renovación y desarrollo, foco de clientes y foco del proceso. La Tabla 16 muestra la aplicación del modelo Navigator para una de las divisiones: American Skandia[17]. Según Skandia, este tipo de informe proporciona una descripción más sistemática de la capacidad y del potencial de la empresa para transformar el capital intelectual en capital financiero. Pero a nosotros nos parece simplemente un conjunto de datos sobre el volumen de operaciones aliñados con unas cuantas ratios de eficiencia. ¿Es capaz el lector de "visualizar" o valorar el capital intelectual observando la Tabla 16?

Tabla 16

American Skandia. Informe sobre el potencial de la empresa para transformar el capital intelectual en capital financiero

FOCO FINANCIERO	**1997 (6)**	**1995**
Rentabilidad del capital empleado	12,8%	28,7%
Margen operativo (MSEK)	516	355
Valor añadido/empleado (SEK, miles)	1.477	1904
FOCO CLIENTE		
Número de contratos	160.087	87.836
Ahorros /contrato (SEK, miles)	480	360
Ratio de rescate	4,3%	4,1%
Puntos de venta	40.063	18.012
FOCO RENOVACION Y DESARROLLO		
Aumento de primas netas	35%	29,9%
G. Desarrollo/ G. administrativos	8,7%	10,1%
Personal de menos de 40 años	71%	81%

FOCO HUMANO	**1997 (6)**	**1995**
Número de empleados, jornada completa	509	300
Número de directivos	87	81
Mujeres directivas	42	28
Gastos formación /empleado (SEK, miles)	8,3	2,5
FOCO PROCESO		
Número de contratos/empleado	315	293
G. administrativos/primas brutas	3,1%	3,3%
G. Tecnología Infornación/g. adm.	5,7%	13,1%
Tiempo de procesar nuevos contratos (días)	7	8

Fuente: Skandia.

La fórmula que proporcionan Roos y Roos para valorar el capital intelectual es la siguiente:

Valor de las acciones = Nivel de utilización **x** (valor de reposición + capital intelectual) + ε

Según los autores, ε es el valor de la empresa que no tiene explicación racional, y el nivel de utilización es el porcentaje entre el valor de las acciones y su valor "potencial". Esta fórmula representa un avance respecto a suponer que el capital intelectual es la diferencia entre al valor de mercado y el valor contable de las acciones, pero nos gustaría preguntar a los autores cómo calculan el nivel de utilización y el ε. Suponemos que no saben cómo calcular ε, porque no nos consta que los autores posean la mayor fortuna del mundo.

Incluimos este apartado para hacer notar que la valoración del capital intelectual es un tema todavía poco trabajado. Más aún, no está nada claro qué es el capital intelectual de la empresa. Y menos todavía si pretendemos valorar por separado la marca y el capital intelectual de la empresa.

---

[17] American Skandia garantiza anualidades variables (seguro *Unit Linked*) en el mercado americano. El seguro *Unit-Linked* es un seguro de vida cuyas provisiones se materializan en una combinación de fondos de inversión nacionales e internacionales y en el que el cliente decide en qué fondos va a invertir sus aportaciones, asumiendo así el riesgo de la inversión, al elegir la combinación rentabilidad/riesgo más adecuada para su perfil.

Anexo 1

Valor de las marcas según Interbrand en 1999, 2000, 2002, 2003 y 2006 (en millardos de dólares)

			Valor de la marca (VM)					Capitalización (CAP)			VM/CAP			Ranking		valor marca		CAP 99-06		VC Valor contable		Deuda		CAP-VC		VM/(CAP-VC)		VM/(CAP+D)	
Rk. 06	Empresa	País	2006	2003	2002	2000	1999	2006	2003	2000	2006	2003	2000	2003	2000	06/99	06/00	Max.	Min.	2006	2003	2006	2003	2006	2003	2006	2003	2006	2003
1	Coca-Cola	EE.UU.	67,0	70,5	69,6	72,5	83,8	99	100	116	68%	70%	62%	1	1	-20%	-8%	174	92	17	11	4,6	5,4	82	89	0,81	0,79	65%	67%
2	Microsoft	EE.UU.	56,9	65,2	64,1	70,2	56,7	281	259	553	20%	25%	13%	2	2	0%	-19%	615	219	40	65	0,0	0,0	241	194	0,24	0,34	20%	25%
3	IBM	EE.UU.	56,2	51,8	51,2	53,2	43,8	128	136	212	44%	38%	25%	3	3	28%	6%	250	93	29	24	22,7	23,6	99	111	0,57	0,46	37%	33%
4	General Electric	EE.UU.	48,9	42,3	41,3	38,1	33,5	362	255	513	14%	17%	7%	4	8	46%	28%	594	219	112	65	433,0	304,9	249	190	0,20	0,22	6%	8%
5	Intel	EE.UU.	32,3	31,1	30,9	39,0	30,0	123	107	144	26%		27%	5	6	8%	-17%	502	88	37	21	2,0	1,2	86	86	0,38	0,36	26%	29%
6	Nokia	Finlandia	30,1	29,4	30,0	38,5	20,7	92	66	247	33%	45%	16%	6	7	46%	-22%	290	51	16	16	0,4	0,5	76	51	0,40	0,58	33%	44%
7	Toyota	Japón	27,9	20,8	19,5	18,9	12,3	197	80	196	14%	26%	10%	11	18	127%	48%	223	74	89	55	88,1	61,3	108	26	0,26	0,81	10%	15%
8	Disney	EE.UU.	27,8	28,0	29,3	33,6	32,3	54	35	85	52%	81%	39%	7	11	-14%	-17%	90	28	32	19	13,8	13,4	22	15	1,27	1,83	41%	58%
9	McDonald´s	EE.UU.	27,5	24,7	26,4	27,9	26,2	43	18	50	64%	134%	55%	8	12	5%	-1%	66	16	15	7	8,4	9,7	27	11	1,01	2,17	54%	88%
10	Mercedes	Alemania	21,8	21,4	21,0	21,1	17,8		6	48			44%	10	15	23%	3%												
11	Citibank	EE.UU.	21,5	18,6	18,1	18,9	9,1	235	177	201	9%	10%	9%	13	19	135%	14%	286	113	119	69	678,2	408,5	116	109	0,18	0,17	2%	3%
12	Marlboro	EE.UU.	21,4	22,2	24,2	22,1	21,0			112			20%	9	14	1%	-3%												
13	Hewlett-Packard	EE.UU.	20,4	19,9	16,8	20,6	17,1	93	47	133	22%	42%	16%	12	16	19%	-1%	154	28	38	27	5,2	7,6	55	21	0,37	0,95	21%	36%
14	Amex	EE.UU.	19,6	16,8	16,3	16,1	12,6			35			45%	15	22	56%	22%												
15	BMW	Alemania	19,6	15,1	14,4	13,0	11,3	34	17	20	57%	88%	66%	19	28	74%	51%	35	14	20	11		30,0	14	6	1,41	2,50	57%	32%
16	Gillette	EE.UU.	19,6	16,0	15,0	17,4	15,9	58	32	40	34%	49%	44%	16	20	23%	13%	71	27	3	2		3,3	55	30	0,35	0,53	34%	45%
17	Louis Vuitton	Francia	17,6	6,7	7,1	6,9	4,1		10	12			58%	45	39	332%	155%	12	7	0,4	0				9		0,72		69%
18	Cisco	EE.UU.	17,5	15,8	16,2	20,0		133	92	529	13%	17%	4%	17	17		-13%	548	63	24	15	6,3	0,0	109	78	0,16	0,20	13%	17%
19	Honda	Japón	17,0	15,6	15,1	15,2	11,1	57	32	40	30%	48%	38%	18	23	54%	12%	69	27	35	21	27,4	19,6	22	12	0,77	1,34	20%	30%
20	Samsung	Corea	16,2	10,9	8,3	5,2								25	48		211%	6	1										
21	Merrill Lynch	EE.UU.	13,0	10,5	11,2			75	33	40	17%	32%		27				82	23	36	18	469,4	198,2	39	14	0,34	0,74	2%	5%
22	Pepsi-Cola	EE.UU.	12,7	11,8	11,1	6,6	5,9	96	69	50	13%	17%	13%	23	40	114%	92%	109	44	15	12	2,8	2,3	80	57	0,16	0,21	13%	17%
23	Nescafé	Suiza	12,5	12,3	12,8	13,7	17,6			77			18%	21	26	-29%	-9%												
24	Google	EE.UU.	12,4					81			15%							114	3	17		0,0	0,0	64	0	0,19		15%	
25	Dell	EE.UU.	12,3	10,4	9,2	9,5	9,0	69	70	138	18%	15%	7%	29	33	36%	29%	149	43	4	5		0,5	65	65	0,19	0,16	18%	15%
26	Sony	Japón	11,7	13,2	13,9	16,4	14,2	46	33	128	25%	40%	13%	20	21	-18%	-29%	137	21	27	23	9,3	8,1	19	10	0,60	1,32	21%	32%
27	Budweiser	EE.UU.	11,7	11,9	11,4	10,7	8,5			26			41%	22	31	37%	9%												
28	HSBC	UK	11,6	7,6				190	98	99	6%	8%		37				225	43	108	42	380,2	255,6	82	56	0,14	0,14	2%	2%
29	Oracle	EE.UU.	11,5	11,3	11,5			71	57	220	16%	20%	0%	24				263	31	15	7	5,9	0,3	56	50	0,21	0,22	15%	20%
30	Ford	EE.UU.	11,1	17,1	20,4	36,4	33,2	14	13	52	77%	130%	70%	14	10	-67%	-70%	76	11	-3	5	172,0	179,8	18	8	0,62	2,10	6%	9%
31	Nike	EE.UU.	10,9	8,2	7,7	8,0	8,2	17	9	7	66%	96%	115%	33	35	2,1%		18	5	6	2	0,7	0,8	10	6	1,06	1,30	63%	87%
32	UPS	EE.UU.	10,7																										
33	JPMorgan	EE.UU.	10,2	9,1	9,7			145	47	71	7%	19%		31				168	31	116	29	182,5	191,5	29	19	0,35	0,48	3%	4%
34	SAP	Alemania	10,0	7,7	6,8	6,1		69	24	34	15%	33%	18%	35	44	26%		71	13	8	2		0,0	60	22	0,17	0,36	15%	32%
35	Canon	Japón	10,0	7,2	6,8			59	31	38	17%	23%		39				75	17	22	13		0,8	37	18	0,27	0,41	17%	23%
36	Morgan Stanley	EE.UU.	9,8	10,7	11,2			67	42	94	15%	26%		26				124	32	34	19	487,3	244,5	33	23	0,30	0,46	2%	4%
37	Goldman Sachs	EE.UU.	9,6	7,0	7,2									41															
38	Pfizer	EE.UU.	9,6	10,5	9,8			183	192	141	5%	5%		28				308	118	71	46	8,0	14,6	112	146	0,09	0,07	5%	5%
39	Apple	EE.UU.	9,1	5,6	5,3	6,6	4,3	53	5	22	17%	109%	30%	50	41	-16%		78	4	10	3	0,0	0,3	43	2	0,21	2,76	17%	103%
40	Kelloggs	EE.UU.	8,8	7,4	7,2	7,4	7,1	17	13	10	51%	59%	71%	38	38	0,5%		20	9	2	2	5,0	5,2	15	11	0,58	0,69	39%	42%
41	IKEA	Suecia	8,8	6,9	6,6	6,0	3,5							43	45	15,3%													
42	UBS	Suiza	8,7					119	53	57	7%							134	43	41	21		530,2						
43	Novartis	Suiza	7,9					14	13	11								17	10	3	3	6,8	5,5	11	11	0,72		38%	
44	Siemens	Alemania	7,8					83	37	86	9%							109	28	39	17	18,8	14,4	44	19	0,18		8%	
45	Harley-Davidson	EE.UU.	7,7	6,8	6,3			14	12	12	55%	56%		44				20	7	3	2	1,7	1,0	11	10	0,68	0,71	49%	52%

Anexo 1 (continuación)

Rk.			Valor de la marca (VM)					Capitalización (CAP)			VM/CAP			Ranking		valor marca		CAP 99-06		VC Valor contable		Deuda		CAP-VC		VM/(CAP-VC)		VM/(CAP+D)	
06	**Empresa**	**Pais**	2006	2003	2002	2000	1999	2006	2003	2000	2006	2003	2000	2003	2000	06/99	06/00	Max.	Min.	2006	2003	2006	2003	2006	2003	2006	2003	2006	2003
46	Gucci	Italia	7,2	5,1	5,3	5,2		9	10					53	49	-1,9%		12	3	4	5		2,0	4	5	1,72	1,01	83%	43%
47	eBay	EE.UU.	6,8					55	27											11	3			44	24	0,15	0,00	12%	0%
48	Philips	P. Bajos	6,7	4,5	4,6	5,5		44	21					60	47	-19%				34	3			11	17	0,62	0,26	15%	22%
49	Accenture	Bermudas	6,7	5,3	5,2			17	7					52				21	5	2	6	0,1	0,1	15	0	0,44	16,96	39%	80%
50	MTV	EE.UU.	6,6	6,3	6,1	6,4								46	42	-1,9%				0									
51	Nintendo	Japón	6,6	8,2	9,2			17	12					32				32	10	8	8	0,0	0,0	8	4	0,78	2,10	40%	71%
52	Gap	EE.UU.	6,4	7,7	7,4	9,3	7,9	16	13	20			45%	36	34	-17%		45	8	5	3	0,5	2,8	11	10	0,60	0,78	39%	49%
53	L'Oreal	Francia	6,4	5,6	5,1			58	41					47				67	38	20	6		2,1	38	35	0,17	0,16	11%	13%
54	Heinz	EE.UU.	6,2	7,1	7,4	11,8	11,8	13	10	19			64%	40	30	-40%		21	10	2	2	4,4	4,9	11	9	0,58	0,81	36%	47%
55	Yahoo!	EE.UU.	6,1	3,9	3,9	6,3	1,8	46	14	13			50%	65	43	-38%		125	5	9	2	0,7	0,8	37	12	0,17	0,32	13%	26%
56	Volkswagen	Alemania	6,0	6,9	7,2	7,8	6,6	21	10	22			35%	42	36	-11%		31	10	23	15		59,9	-2	-4	-3,55	-1,58	29%	10%
57	Xerox	EE.UU.	5,9	5,6	5,3	9,7	11,2	14	6	28			35%	48	32	-42%		42	3	7	2	7,8	13,0	7	5	0,86	1,23	27%	29%
58	Colgate	EE.UU.	5,6	4,7	4,6	4,4	3,6	29	29	20			22%	56	55	6,6%		38	22	1	1	3,7	3,1	28	28	0,20	0,17	17%	14%
59	Wrigley´s	EE.UU.	5,4	5,1	4,8	4,3	4,4	12	10	9			49%	55	56	17,7%		14	6	2	1	1,1	0,0	10	9	0,56	0,57	41%	49%
60	KFC	EE.UU.	5,4	5,6	5,4									49															
61	Chanel	Francia	5,2	4,3	4,3	4,1	3,1							61	57	5,4%													
62	Avon	EE.UU.	5,0	4,6	4,4			14	13					57				22	6	1	0,3	1,8	1,1	13	13	0,38	0,35	32%	32%
63	Nestlé	Suiza	4,9	4,5	4,4	40,3		119	101					59	5	-89%		144	61	42	31	17,2	21,8	78	70	0,06	0,06	4%	4%
64	Kleenex	EE.UU.	4,8	5,1	5,0	5,1	4,6			22			23%	54	50	-0,8%													
65	Amazon.com	EE.UU.	4,7	**3,4**	**3,2**	4,5	1,4	15	10	19			24%	**74**	53			36	2	0,431	-0,5	1,3	1,9	15	11	0,32	0,32	29%	28%
66	Pizza Hut	EE.UU.	4,7	5,3	6,1									51															
67	Danone	Francia	4,6	4,2	4,1			32	17					62				41	13	7	5			25	12	0,19	0,35	14%	24%
68	Caterpillar	EE.UU.	4,6	3,4	3,2			48	17					75				54	10	7	4	27,3	19,8	41	13	0,11	0,25	6%	9%
69	Motorola	EE.UU.	4,6	3,1	3,4	4,4	3,6	57	19	24			18%	81	54	-30%				17	13	4,4	8,1	40	7	0,11	0,47	7%	11%
70	Kodak	EE.UU.	4,4	7,8	9,7	11,9	14,8	8	8	25			48%	34	29	-34%				1	4	2,8	3,2	7	5	0,65	1,66	40%	67%
71	adidas	Alemania	4,3	3,7	3,7	3,8	3,6	10	4					67	58	-3,2%		11	2	4	1	3,1	1,4	6	3	0,68	1,38	33%	69%
72	Rolex	Suiza	4,2	3,7	3,7	3,6	2,4							68	60	1,9%													
73	Zara	España	4,2																										
74	Audi	Alemania	4,2					7	4											4	2	0,3	0,2	3	2	1,36	0,00	58%	0%
75	Hyundai	Corea	4,1																										
76	BP	R. Unido	4,0	3,6	3,4	3,1	3,0	233	141	89			3%	69	63	15,5%		258	130	85	60	21,3	19,8	149	81	0,03	0,04	2%	2%
77	Panasonic	Japón	4,0	3,3	3,1	3,7								79	59	-12%													
78	Reuters	R. Unido	4,0	3,3	4,6	4,9		9	2					76	51	-33%		36	2	1	0,1		1,2	8	2	0,48	1,53		94%
79	Kraft	EE.UU.	3,9	4,2	4,1			15	16					63				24	14	29	8	10,8	13,5	-14	8	-0,29	0,55	15%	14%
80	Porsche	Alemania	3,9					8,3	2											3	1			5	2	0,74		47%	
81	Hermes	Francia	3,9	3,4				9,2	5					73				12	3	2	1		0,1	7	4	0,52	0,87		68%
82	Tiffany	EE.UU.	3,8	3,5	3,5			5	4					70				7	2	2	1		0,5	4	3	1,06	1,26		86%
83	Hennessy	Francia	3,6	3,0										82															
84	Duracell	EE.UU.	3,6	3,4	3,4	5,9		8	8					71	46	-42%				1	1			7	7	0,51	0,49	43%	41%
85	ING	P. Bajos	3,5					87	23											49	13	283,9	232,4	38	10	0,09		1%	
86	Cartier	Francia	3,4																										
87	Moet&Chandon	Francia	3,3	2,5	2,5	2,8	2,8			12			23%	88	64	-10%													
88	Johnson&Johnson	EE.UU.	3,2	2,7	2,5			176	172					86						39	36	6,6	4,1	137	136	0,02	0,02	2%	2%
89	Shell	P. Bajos	3,2	3,0	2,8	2,8	2,7	122	85	164			2%	83	65	6,4%				57	34	14,5	17,5	64	50	0,05	0,06	2%	3%
90	Nissan	Japón	3,1	2,5				54	30					89						28	12	40,8	24,6	26	18	0,12	0,14	3%	5%

Anexo 1 (continuación)

			Valor de la marca (VM)					Capitalización (CAP)			VM/CAP			Ranking		valor marca		CAP 99-06		VC Valor contable		Deuda		CAP-VC		VM/(CAP-VC)		VM/(CAP+D)	
	Empresa	País	2006	2003	2002	2000	1999	2006	2003	2000	2006	2003	2000	2003	2000	06/99	06/00	Max.	Min.	2006	2003	2006	2003	2006	2003	2006	2003	2006	2003
91	Starbucks	EE.UU.	3,1	2,1	2,0	1,3		29	10					93	77	64,6%				2	2	0,7	0,0	27	8	0,12	0,26	11%	21%
92	Lexus	Japón	3,1																										
93	Smirnoff	Rusia	3,0	2,8	2,7	2,4	2,3			34			7%	85	67	17,1%													
94	LG	Corea	3,0					3	3																				
95	Bulgari	Italia	2,9					4	1											0,9	0,3		0,1	3		1,07			
96	Prada	Italia	2,9	2,5	2,5									87															
97	Armani	Italia	2,8			1,5									75														
98	Burberry	R. Unido	2,8					4	2											0,7	0,4	0,2	0,0	3		0,97		73%	
99	Nivea	Alemania	2,7	2,2	2,1									92															
100	Levi's	EE.UU.	2,7	3,3	3,5			1,8	1,8					77				1,8	1,8					2	2	1,46	1,79	146%	179%
	Dell	EE.UU.		10,4	9,2	9,5	9,0	69	70	97			10%	29	33	9,2%				4	5		0,5						
	Merck			9,4	9,1			77	123					30						18	19	6,8	6,8						
	Sun Microsystems			4,5	4,8			18	10					58				204	8	6	4	1,1	1,5						
	ADL			4,0	4,3			0,012	0,00					64						0,01	0	0,0	0,0						
	Time			3,8	3,7			74	47					66				241	41	60	32	35,0	27,2						
	Bacardi	Cuba		3,4	3,3	3,2	2,9		0					72	62	7,2%													
	Hertz	EE.UU.		3,3	3,4	3,4	3,5		1	5			72%	78	61	-3,2%		5	5										
	Ericsson	Suecia		3,2	3,6	7,8	14,8			46			17%	80	37	-60%													
	Boeing			2,9	3,0			62	20					84						5	5	9,5	14,4						
	Heineken	P. Bajos		2,4	2,4	2,2	2,2	19	15	15			15%	90	69	10,5%				5	4	4,0	3,9						
	Mobil			2,4	2,4			81	81					91				38	16	18	18								
	Burger King	EE.UU.		2,1	2,2	2,7	2,8			34			8%	94	66	-21%		199	64										
	Ralph Lauren	EE.UU.		2,1	1,9	1,8	1,6	4	1	2			73%	95	71	13,9%				1	1	0,3	0,3						
	Fedex			2,0	1,9			34	16					96						12	7	2,4	2,0						
	Barbie	EE.UU.		1,9	1,9	2,3	3,8			8			28%	97	68	-19%													
	Wall Street Journal	EE.UU.		1,8	2,0	2,2								98	70	-20%													
	Johnnie Walker	R. Unido		1,7	1,7	1,5	1,6			34			4%	99	72	14,7%													
	Jack Daniels	EE.UU.		1,6	1,6	1,5								100	74	7,3%													
	P&G	EE.UU.				48,4		189	115						4			205	70	63	15	38,1	13,6						
	Unilever	R. Unido				37,1		29	27						9					13	3	6,7	17,8						
	AT&T	EE.UU.				25,5	24,2	105	67	102			25%		13					116	30	59,8	18,3						
	Diageo	R. Unido				14,6		45	32						24			52	21	9	5	8,3	10,3						
	Compaq	EE.UU.				14,6		19	19						25					11	11								
	Colgate Palmolive	EE.UU.				13,6		29	29						27					1	1	3,7	3,1						
	AOL	EE.UU.				4,5	4,3			24			19%		52														
	Hilton	EE.UU.				1,5	1,3	10	4	4			40%		73			13	2	4	1								
	Pampers	EE.UU.				1,4	1,4			95			1%		76														
	Guinness	Irlanda				1,2	1,3			34			4%		78														
	Financial Times	R. Unido				1,1									79														
	Benetton	Italia				1,0		3	1						80			5	1	2	1		0,9						

Anexo 2

Tomado de Interbrand:

Frequently Asked Questions. World's Most Valuable Brands 2002

Se han puesto en cursiva las afirmaciones más discutibles. Animamos al lector a que se posicione (al menos de acuerdo o no) con respecto a las siguientes respuestas.

What is Brand Value?

Brand Value is the $ value of the brand at a point in time as an asset of its owner assessed using techniques comparable to the valuation of physical assets. *It is the value that would appear on the balance sheet if it were appropriate/ possible to recognize it.*

It is not an attempt to estimate what the brand would cost to replace, nor what the brand would be worth to someone else nor what has been spent on the brand since it was created.

Why is Interbrand an expert in assessing brand value?

In 1987, Interbrand were pioneers in producing the world's first objective valuation of a portfolio of brands, developing a model with the London Business School which is consistent with the way in which we value brands 14 years later. Since *then our valuations have been accepted by all the major audit firms, Stock Exchanges, tax authorities (including the IRS), Government anti-trust inquiries, investment banks, and leading consulting firms.* We have produced 3 editions of the textbook 'Brand Valuation' and have contributed extensively to journals worldwide as well as speaking on the subject of brand valuation at conferences and academic seminars (e.g. HBS, Columbia, NYU, LBS). We have valued over 3,000 brands covering virtually ever industrial category and in more than 40 countries around the world.

Why are certain brands not on the list?

This is a frequent question especially from companies who would expect their brands to be on the list. The 3 most likely reasons are as follows:

- The brand is not sufficiently global.
- The company does not produce public data that enables us to identify the branded business (the company has multiple brands or has unbranded production).
- The brand is not big enough (worldwide sales are less than $1 billion).

The business is driven by a number of intangible factors and it is difficult to separate the brand from the rest.

Certain obvious global brands are missing. Were they considered and why were they not evaluated?

In each case there was a reason why they could not be evaluated based on purely public data.

Anexo 2 (continuación)

VISA – is clearly a brand with global reach. However, it is not a normal corporation with a standard profit & loss account. It is instead a membership organization that shows a surplus or a deficit. Its shareholders are the member banks but since these banks are also its customers and its main suppliers any assessment of surplus becomes circular. The same is true of MasterCard. It is possible to value these brands by modeling a traditional p&l but this cannot be done externally. The same would be true of partnership consulting organizations such as PwC, McKinsey or Ernst & Young.

BBC – is also a peculiar organization since it is a Government-owned corporation that is not supposed to generate a profit. There are however parts of it which are commercial and which do generate profits but these are still the minority of the business.

Red Cross – again as a not-for-profit it is not possible to value the brand based on an earnings model. This would be true of other global not-for-profit brands such as Greenpeace, National Geographic or Unicef. It is however possible to assess the financial value of such brands but using a different kind of model.

Mars – is privately held and highly secretive. Other privately-held brands such as *IKEA* and *Levi's* are included since they produce reliable public accounts.

HSBC – the parent company has rolled out this name globally replacing long-established brands such as Republic in the US or Midland in the UK. However, it is as yet unproven whether this name has actually established any brand values or simply a re-signing exercise. In other words, would it make any difference to customers of HSBC in the US or in the UK if the brand were not there? Our assessment is that, at the moment, it would not.

Airlines – There has clearly been significant investment in airline brands (and many of them are, by definition, global) but they are still operating in situations where the brand plays only a marginal role. In most cases, the customer decides based on price, route, schedule, corporate policy or frequent flyer points. The brand may often only have a real impact when all these other items are at parity. We have assessed the Brand Value for airlines by using internal data to strip out the impact of these other factors. But from purely public information this is difficult to do reliably. The exception to this would be Virgin which is clearly a brand driven proposition – however, as a private company it is not possible to value that brand from public information.

CNN - AOL exists as separate business within AOL Time Warner and so can be identified. Within the magazine business it is possible to identify the proportion that is Time by using circulation numbers. However, it is not possible within the TV business to separate the CNN branded business from other elements such as Nickelodeon or Time Warner Cable.

Why are Pizza Hut and KFC included and Taco Bell is not?

Taco Bell is not sufficiently global.

Anexo 3

Citas de libros y artículos sobre el valor de las marcas y el valor de los clientes

En "Brand Equity Excellence", BBDO, noviembre de 2001 se puede leer: «So the value of a brand, or brand equity, becomes a company's most important asset. But the questions are: How much is the brand actually worth? And how can a brand's value be boosted?».

En las conclusiones (pág. 29) reconoce que «*There is a need for a new, integrated approach to brand valuation*».

Villanueva y Hanssens (2007) contiene un magnífico resumen de la literatura sobre valor de los clientes (*customer equity*) y de la relación de la misma con la valoración de la marca. *customer relationship managem*ent (CRM). «*The Customer Equity paradigm (CE) recognizes customers as the primary source of both current and future cash-flows. In this framework, the firm is interested in maximizing the net present value of both current and future pools of customers, which is considered a good proxy for the value of a firm (Gupta et al., 2004). Thus, CE models emerge as powerful tools to maximize the return on marketing investments, and to guide the allocation of the marketing budget (Blattberg and Deighton; 1996, Rust et al., 2004; Reinartz et al., 2005).*

»*The roots of the current research in CE can be found on several overlapping research streams: direct marketing, service quality, relationship marketing, and brand equity (Hogan et al., 2002c).*»

Villanueva y Hanssens (2007) también aclaran algunas definiciones, por ejemplo, *Customer Lifetime Value* (CLV): «*is the discounted sum of cash flows generated over the lifetime of an individual customer, or of a segment of customers within the firm*».

Villanueva y Hanssens (2007) diferencian entre *Brand Equity* (BE) y *Customer Equity* (CE):

- «*the methods to value customers are quite standard in the literature, there are many models that compute the value of a brand, several of them developed by practitioners (Fernández, 2001),*
- *unit of analysis: product versus customer,*
- *the BE concept usually measures consumer attitudes, the CE concept measures observed behaviors,*
- *Metric: brand value and CE (or CLV) are different in the way in which they are impacted by marketing and, in turn, in the way in which they drive financial performance,*
- *CE drivers are easily defined and often observable, while the definition of BE drivers is more complex and grounded in consumer psychology, and*
- *in some industries the CE framework is difficult to implement or may not even be meaningful, while the opposite may be true for BE. Nevertheless, for some firms or industries both concepts could be useful.*»

Referencias

Aaker, David (1991), “Managing Brand Equity: Capitalizing on the Value of a Brand Name”, The Free Press, Nueva York.

Damodaran, A. (1994), “Damodaran on Valuation”, 1ª ed., John Wiley & Sons, Nueva York.

Damodaran, Aswath (1996), “Investment Valuation”, John Wiley & Sons, Nueva York.

Damodaran, Aswath (1998), www.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/eqnotes/brand.pdf.

Damodaran, A. (2006), “Damodaran on Valuation”, 2ª ed., John Wiley & Sons, Nueva York.

Fernández, P. (2001), “Valuation of Brands and Intellectual Capital", descargable en http://ssrn.com/abstract=270688. Es también el capítulo 23 de Fernández (2002).

Fernández, P. (2002), “Valuation Methods and Shareholder Value Creation”, Academic Press, San Diego, CA.

Fernández, P. (2004), “Valoración de Empresas”, 3ª ed., Ediciones Gestión 2000.

Houlihan Valuation Advisors, www.houlihan.com/services/brand_article/brand_article.htm

Interbrand, www.interbrand.com

Roos, J., G. Roos, L. Edvinsson y L. Dragonnetti (1997), “Intellectual Capital; Navigating in the New Business Landscape”, Macmillan.

Villanueva, Julián y Dominique M. Hanssens (2007), “Customer Equity: Measurement, Management and Research Opportunities”, *Fundations and Trends in Marketing*, vol. 1, nº 1, págs. 1-95.